



Datar



COESIONET

**RESEAU D'ETUDES ET DE RECHERCHE SUR LA COHESION
ET LES TERRITOIRES EN EUROPE**

Une approche territoriale de la financiarisation et des enjeux de la reconfiguration du système financier

Thierry Theurillat* et Olivier Crevoisier*

***Groupe de recherche en Economie territoriale (GRET)
Institut de Sociologie
Université de Neuchâtel, Suisse**

Thierry.theurillat@unine.ch
Olivier.crevoisier@unine.ch



Ce programme est co-financé par l'Union Européenne dans le cadre d'Europ'Act.
L'Europe s'engage en France avec le Fonds européen de développement régional

Introduction

Actuellement, en novembre 2011, l'embellie des cours sur les marchés financiers et les bénéfices dégagés par les grandes banques et institutions financières peut faire apparaître la crise financière de 2008-2009 comme un « mauvais et déjà lointain souvenir ». Toutefois, cette crise majeure, au départ uniquement financière et concernant un seul secteur et un seul pays, les fameux « mortgages backed securities » américains, qui s'est brutalement étendue à l'ensemble de la finance mondiale, a fait prendre conscience des changements structurels engendrés par la mise en place de systèmes financiers interconnectés au niveau mondial et centrés sur la finance de marché. Sur le plan scientifique, la crise a fait l'objet d'une attention particulière. Des ateliers et colloques ont été organisés sur la thématique de la finance dans différentes disciplines et les numéros spéciaux de revues portant sur des questions financières se sont multipliés. L'objectif de cet intérêt renouvelé a été bel et bien de comprendre le fonctionnement de la finance et, de ce fait, la raison de la portée de ses impacts sur les activités économiques des régions et des villes. En d'autres termes, la crise financière a posé *la question de l'articulation territoriale entre les sphères financière et réelle de l'économie*.

Comment comprendre cette articulation en vue de dégager des pistes de réflexion sur les reconfigurations possibles de la finance de marché en insistant à la fois sur l'importance des institutions et de la géographie dans le fonctionnement de tout système financier ?

Jusqu'à présent, la *géographie de la finance* (Clark et Wojcik, 2007 ; Dupuy et Lavigne, 2009) a donné un certain nombre d'éclairages sur le rôle de l'espace dans le fonctionnement des marchés financiers. En dévoilant les spatialités des marchés financiers, que ce soit dans l'orientation des investissements, dans la géographie des investisseurs ou encore dans l'organisation spatiale des places financières (Sainteville, 2019), les travaux en géographie de la finance ont montré les interconnexions entre espaces résultant du développement d'un système financier organisé à une échelle de plus en plus globale. Néanmoins, la financiarisation de l'espace reste une branche très secondaire de la géographie économique, tant sur les plans empirique que théorique (French et al., 2008). Dans une perspective visant à développer une approche institutionnaliste en géographie de la finance, et plus globalement en géographie économique (Gertler, 2010), Engelen et al. (2010) et Zeller (2008a et b) appellent à utiliser les apports d'auteurs affiliés à l'Ecole de la Régulation. Depuis une quinzaine d'années, cette littérature montre en effet en quoi la transformation des institutions a permis aux marchés financiers de se développer et de s'autonomiser de manière à constituer un régime d'accumulation (régime d'accumulation financiarisée). Basé sur la liquidité, soit l'achat/vente facile et rapide de titres sur les marchés financiers (l'exit) et l'innovation financière, ce régime a abouti à ce que l'accumulation (ou la croissance économique) se déroule davantage sur les marchés financiers que sur les marchés dits « réels ». Corollairement, ce régime a également imposé des critères de gestion de plus en plus en décalage avec les activités économiques réelles.

Toutefois, dans le rapprochement souhaité entre la géographie (de la finance) et l'Ecole de la Régulation, les géographes insistent sur la nécessité de tenir compte de l'articulation entre les différentes échelles institutionnelles ainsi que de la diversité des effets ou de l'appropriation au niveau local / régional d'institutions supra-locales. Le concept de « variegated capitalism » (Peck et Theodore, 2007) traduit bien cette opposition ontologique par rapport au « nationalisme méthodologique » privilégié par les approches institutionnalistes en économie.

En considérant les marchés financiers à la fois comme des constructions institutionnelles et géographiques, cet article présente l'approche institutionnaliste et territoriale (Crevoisier, 2010) qui a été développée ces dernières années au sein du Groupe de recherche en économie territoriale (GRET) de l'Université de Neuchâtel. Basée sur quatre articles récemment publiés (Theurillat et al., 2008 ; Corpataux et al., 2009 ; Theurillat et al., 2010 ; Crevoisier et

Theurillat, 2011), l'approche territoriale de la financiarisation de l'économie et des régions répond en partie aux réflexions et aux rapprochements théoriques exposés ci-dessus. Cette financiarisation peut être définie comme la *construction et l'exploitation de la mobilité/liquidité (circulation) du capital* grâce à la titrisation (Corpataux et Crevoisier, 2005), cet article montre en quoi les marchés financiers sont des *construits institutionnels et géographiques multi-scalaires* aboutissant à des *configurations relationnelles particulières* entre les sphères financière et réelle de l'économie.

Les trois premières parties abordent la question de la financiarisation des régions. Elles décrivent les disjonctions à la fois fonctionnelles, spatiales et temporelles entre les sphères financière et réelle de l'économie qui ont été jusqu'à présent construites au sein du « régime d'accumulation centré sur la finance de marché ». Reposant sur la mobilité du capital, ces disjonctions sont à apprécier à différentes échelles : d'une part, à un niveau plus macro-institutionnel sur le plan géographique entre les espaces de récolte, d'investissement et de contrôle du capital, et d'autre part, à un niveau plus micro-institutionnel en termes de « corporate governance » entre les détenteurs de capitaux (actionnaires et gérants de fonds) et les entreprises. En insistant sur les différents découplages que la finance de marché a institutionnalisés, la troisième partie montre comment la finance de marché, en s'étendant sectoriellement et spatialement, s'est autonomisée de l'économie réelle et a instauré une gouvernance territoriale en « surplomb ».

A partir de cette conception spatiale de la finance de marché, deux scénarii de reconfiguration entre les sphères financière et réelle de l'économie sont proposés dans les deux dernières parties. Ces scénarii renvoient aux enjeux qui font actuellement l'objet de vives discussions politiques, découlant en particulier de la récente crise financière. La quatrième partie propose un scénario « light » où le (re)couplage entre les sphères financière et réelle de l'économie ne remet pas en cause le cœur du fonctionnement de la finance de marché, soit la mobilité du capital. Ce scénario fait référence à la mise en place ou à la résurgence de nouveaux produits financiers, tels que les fonds durables ou les fonds non cotés (private equity), ainsi qu'aux mesures visant à développer un activisme actionnarial basé sur le « long terme ». La cinquième partie propose un scénario plus « tranché » et prospectif. Prenant la forme d'une discussion conclusive, nous montrons que les modalités d'un réel dépassement de l'opposition entre les sphères financière et réelle nécessiterait de poser au départ l'interdépendance entre les investisseurs et les entreprises et ensuite de repenser la manière dont on articule les investisseurs et les entreprises avec les contextes régionaux et nationaux qui leur permettent de développer leur fortune et de développer leurs activités. De toute évidence, cela passe par un renoncement de la part des investisseurs à exercer leur droit d'*exit* (Hirschman, 1970) permanent selon des modalités à négocier.

1 LES GEOGRAPHIES DE LA FINANCE DE MARCHÉ

Cette première partie utilise les apports d'auteurs régulationnistes sur la mise en place d'un système financier centré sur les marchés financiers (1.1). Elle montre également que le « régime d'accumulation financiarisée » est une construction géographique (1.2). En effet, c'est bien la modification des institutions qui a permis à la finance de marché de modifier la géographie, à savoir d'ouvrir les frontières et d'assurer une continuité pour permettre la circulation du capital (des titres financiers) entre et dans les pays et les régions (relations multi-locales). Le passage par les marchés financiers s'est traduit par une *disjonction spatiale et un allongement de la distance physique entre les espaces de récolte et d'investissement* ainsi que par *l'instauration d'une hiérarchie spatiale avec au centre, les métropoles financières* (1.3). En effet, l'épargne est collectée depuis les différentes régions, potentiellement du monde entier, pour être ensuite centralisée dans les places financières

respectives (Zurich, Londres, Paris, etc.) et redistribuée, aux échelles nationales et internationales, au sein d'un espace financiarisé, c'est-à-dire connecté aux marchés financiers. Il s'avère que cette redistribution profite aux entreprises cotées, notamment les plus grandes d'entre elles et par conséquent aux régions centres où sont localisés leurs sièges sociaux.

1.1 Le régime d'accumulation financiarisée : transformation des espaces d'accumulation

Si le système financier s'est toujours caractérisé par une logique expansionniste s'étendant au-delà des frontières institutionnelles et géographiques, c'est essentiellement depuis les années soixante-dix – quatre-vingts qu'il a imposé sa logique d'accumulation – basée sur l'augmentation continue des cours boursiers – aux économies contemporaines. En effet, jusqu'aux années soixante-dix – quatre-vingts, le système financier était contraint institutionnellement et contenu géographiquement. Les circuits d'investissement – entre sphères financière et réelle – étaient relativement courts et directs alors que, d'un point de vue spatial, les espaces de collecte de l'épargne correspondaient plus ou moins aux espaces d'investissement. En clair, les espaces d'accumulation étaient régionaux et nationaux, marqués par la contiguïté et par une relative proximité (dans le cadre national ou régional) entre les détenteurs de capitaux et les entreprises. Or, aujourd'hui le système financier se développe de plus en plus à une échelle globale. Bénéficiant du désengagement progressif de l'Etat dans sa régulation, ce système a su redéfinir les relations qu'il entretient avec l'économie réelle.

Pour certains auteurs (Orléan, 1999 ; Boyer 2000 ; Lordon, 2000a ; Chesnais, 2001 ; Aglietta et Rebérioux, 2004), proches ou affiliés à l'Ecole de la Régulation, l'emprise de la finance de marché dans les économies contemporaines annonce l'avènement d'un nouveau régime d'accumulation, succédant au régime d'accumulation fordiste. Dans ce dernier, le système financier était subordonné au capital industriel productif et prenait essentiellement la forme de crédits bancaires. L'obtention du crédit bancaire était de surcroît, relativement aisée et ceci pour l'ensemble des entreprises. Que le régime d'accumulation centré sur les marchés financiers prenne la forme d'un véritable « régime d'accumulation financiarisé » (Boyer, 2000 et 2009) porteur d'une cohérence institutionnelle et d'une stabilité globale ou qu'il soit un simple régime de croissance financiarisée, incomplet et instable, importe peu (Clévenot, 2008). Il apparaît que – ayant d'abord concerné les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne, où le régime d'accumulation financiarisé s'avère le plus cohérent – les économies d'un nombre croissants de pays ont été de plus en plus soumises à la finance de marché depuis les années 80.

Aujourd'hui, le système financier se dresse de plus en plus comme une force autonome, imposant des critères de rentabilité financière élevée (Morin, 2006) alors que les formes de financement deviennent toujours plus hétérogènes et s'effectuent, de plus en plus, via les marchés financiers. Pour reprendre les termes régulationnistes, la finance de marché deviendrait même la « forme institutionnelle dominante » et commanderait ainsi les modalités et le rythme de l'accumulation. Ainsi, pour Orléan (1999 : 214), « les économies contemporaines ont pour caractéristiques centrales d'avoir porté le pouvoir financier à un niveau jamais atteint et de l'avoir placé au centre même de leur régime d'accumulation ». Ceci suppose que la rentabilité financière, c'est-à-dire l'augmentation continue des cours boursiers, est désormais le principal critère de l'accumulation, au détriment de l'accumulation du capital réel, quels que soient les critères (formation de capital fixe, marges opérationnelles, concentration sur les marchés réels, etc.) qui permettent de le mesurer. Pour les entreprises cotées, l'intérêt de cette croissance boursière est de voir augmenter leur capacité d'endettement et de pouvoir ainsi mener des opérations de croissance externe (OPA sur les marchés financiers ; achats d'entreprises non cotées). Quant aux investisseurs (actionnaires),

la hausse des cours sur les marchés leur permet d'atteindre, ou leur promet (Giraud, 2001), des taux de rentabilité élevés pour leurs placements.

Si la théorie de la Régulation a pour originalité de mettre les marchés financiers au cœur de son analyse, elle néglige cependant la plupart du temps l'espace. Pourtant, l'espace nous semble être au cœur de la dynamique de l'industrie financière. Nous pouvons observer une double relation entre l'espace et le système financier. D'une part, la finance est fondamentalement une industrie qui crée et organise la mobilité du capital dans l'espace. D'autre part, elle influence considérablement l'économie en général et sa géographie (Dupuy et Lavigne, 2009). Son impact ne marque pas seulement l'orientation spatiale des flux (financiers), mais in fine transforme la géographie des activités productives et les hiérarchies spatiales.

1.2 La construction de la mobilité/liquidité du capital par l'industrie financière

Selon nous, la principale caractéristique des marchés financiers, par opposition au capital réel, est leur liquidité. En effet, si le capital réel (les machines, les bâtiments, les infrastructures de communication et de transport, mais aussi les compétences, les images de marques, etc.) n'est pas ou peu mobile et soumet par conséquent ses détenteurs aux contraintes sociales de la proximité, le capital financier devient en revanche beaucoup plus mobile et liquide avec le développement des marchés financiers. La liquidité atténue le risque qu'engendre l'immobilisation du capital en offrant aux détenteurs de capitaux la possibilité de se désengager à tout moment de leurs investissements (Orléan, 1999 ; Lordon, 2000b). Dès lors, le capital financier promeut la généralisation du passage par l'ailleurs et les stratégies d'exit. Pour Dembinski (2008), la finance contemporaine permet de se désintéresser de la question de la durée, de l'engagement des acteurs et de la construction de compromis entre eux. Elle permet de se désintéresser de ces aspects en vendant et en encaissant les plus-values. Si les liens multidimensionnels qu'entretenaient sphères financière et réelle durant la période fordiste semblent, pour certains, se déliter, on admettra qu'à minima ils ont connu une radicale transformation. Quoiqu'il en soit, dans le régime actuel, les investisseurs sont centrés sur la rentabilité financière – qui dépend des marchés financiers – et sont de moins en moins impliqués dans les dimensions économique, sociale, et environnementale de leurs investissements. On a ainsi assisté à l'émergence d'un régime où le *passage par l'ailleurs* du point de vue des investissements et où une stratégie d'exit prédomine tant concernant le gouvernement d'entreprise que les politiques menées dans les différents espaces concernés. C'est la thèse que nous chercherons à défendre dans les sous-parties qui suivent.

Du point de vue territorial, qu'est-ce que la liquidité, si ce n'est la *mobilité* de la propriété des titres (Billaudot, 2001) entre des acteurs de plus en plus nombreux et qui participent à cet espace en expansion d'échange des titres ? C'est ce que nous avons appelé l'accroissement de la *mobilité/liquidité* du capital (Corpataux et Crevoisier, 2005) puisque la libéralisation des mouvements de capitaux va de pair avec le développement des marchés financiers et de leur liquidité. Deux types de réformes institutionnelles de nature territoriale ont été mises en œuvre afin de construire la *mobilité/liquidité* des capitaux. D'une part, la suppression des barrières réglementaires à la circulation des capitaux entre régions et entre nations. D'autre part, le renforcement de l'efficacité opérationnelle et informationnelle des marchés financiers grâce à une transparence et une information publique formatée selon les critères de l'industrie financière.

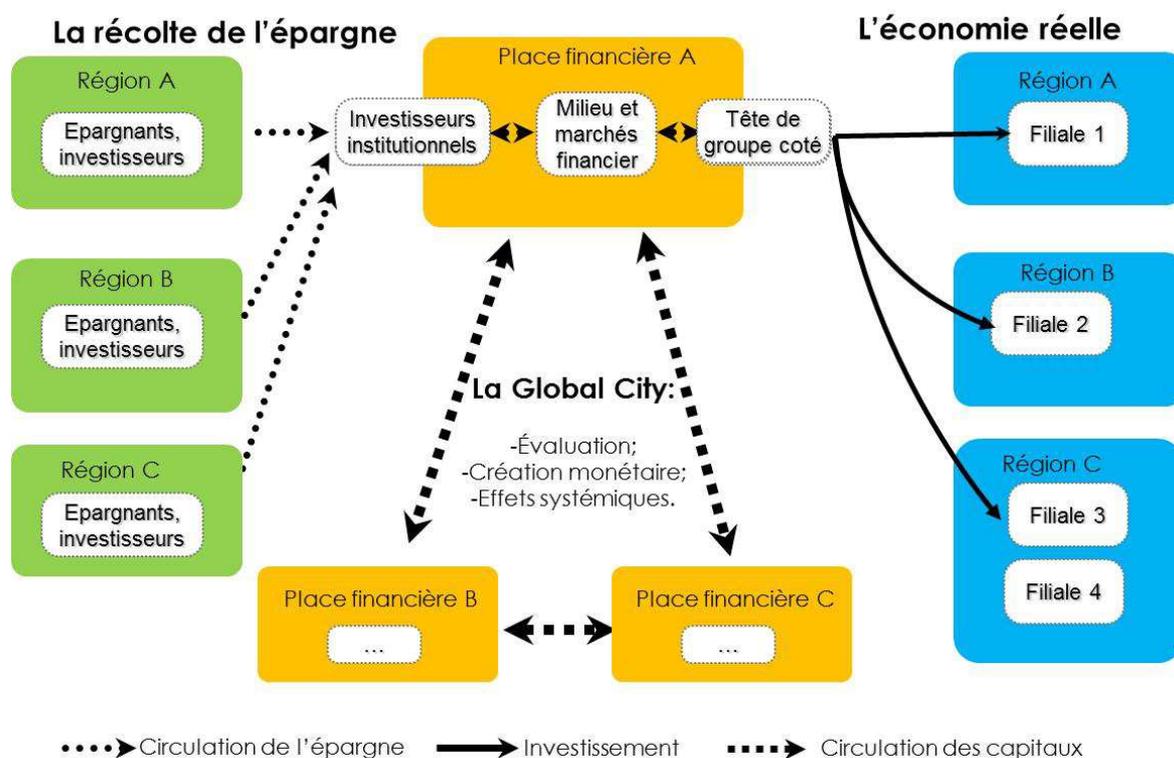
Pour passer du capital réel au capital financier, un certain nombre de transformations sont nécessaires, transformations qui portent sur le territoire (frontières, institutions, réseaux, noeuds). En premier lieu, il est indispensable de formaliser le contrôle du capital réel par des

titres (actions, parts de fonds, etc.). Ensuite, il faut favoriser la *mobilité* et la profitabilité de ces activités en mettant sur pied un cadre institutionnel (abolition des frontières et mise en continuité des législations nationales, fiscalité favorisant les transactions, etc.), des technologies (les marchés financiers ont été parmi les principaux utilisateurs et promoteurs de l'intégration entre informatique et télécommunication (O'Brien, 1992)) et bien entendu des acteurs spécialisés (entreprises du secteur de la finance, bourses, médias spécialisés, institutions de formation et de recherche, consultants, etc.). Ces transformations permettent la *financiarisation* des activités économiques, c'est-à-dire l'évaluation en continu des investissements économiques par les marchés financiers (Orléan, 1999). La *comparaison* systématique entre actifs financiers financiarisés devient possible ainsi que le désengagement à très court terme à l'intérieur de l'espace financiarisé de l'économie. L'industrie financière est donc une industrie fondamentalement spatiale.

1.3 Une disjonction spatiale entre les espaces de collectes et d'investissement et la création d'une hiérarchie entre la global city et le reste

Le passage d'une économie centrée sur la production à une économie de marchés financiers soulève d'importantes questions spatiales, en particulier celle de savoir où s'opèrent de nos jours les processus de création monétaire. La finance de marché, en particulier internationale, est aujourd'hui une des activités qui se répartit de manière très hiérarchique dans l'espace, quelques régions urbaines concentrant emplois et pouvoir décisionnel. De véritables pôles financiers interagissant et formant ensemble la « global city » (Sassen, 1991) se sont développés et, dorénavant, ce sont de plus en plus souvent des gestionnaires localisés dans quelques métropoles financières qui décident de la répartition géographique des investissements (Figure 1).

Figure 1: Espaces actuels d'accumulation



Source : Crevoisier et Theurillat, 2011

Cette géographie n'est pas que le résultat du fonctionnement de l'industrie financière, elle en est aussi la condition. En effet, c'est par la centralisation des marchés, des informations, des compétences, qu'a pu se mettre en place un *décalage* dans les capacités de création monétaire entre la *Global City* et les autres espaces.

1.3.1 Les espaces de création monétaire

Le processus de centralisation et de concentration spatiale du système financier remet en question, à l'autre extrême, le développement et surtout l'autonomie des systèmes bancaires locaux. Pour Dow (1999), les politiques de libéralisation du système financier ont joué un rôle non-négligeable dans ces transformations. En effet, d'une part, dans un contexte où les capitaux circulent plus librement, la recherche/préférence pour la liquidité est à l'origine d'un drainage accru des flux financiers vers les places financières. D'autre part, dans un contexte de concurrence accrue, les banques locales ou régionales connaissent des difficultés. Certaines disparaissent ou alors sont rachetées par de plus grandes banques. Ce déclin affaiblit le pouvoir de création monétaire dans les régions périphériques (Dow et Rodriguez-Fuentes, 1997), ou tout au moins réduit considérablement l'autonomie décisionnelle locale, puisque les banques et les succursales bancaires locales fonctionnent avant tout comme des points d'entrée de l'épargne (Crevoisier, 2001). Ces différents éléments provoquent, *in fine*, une perte d'autonomie des régions.

En bref, pour Dow, le passage à une économie de marchés financiers et la réorganisation spatiale du système financier qui en découle favorisent la concentration spatiale des activités financières. En parallèle, on assiste au déclin plus ou moins marqué des circuits traditionnels de financement.

1.3.2 Les espaces de collecte de l'épargne

La montée en puissance des investisseurs institutionnels et des caisses de pension en particulier (Lavigne, 2005) n'est, de surcroît, pas sans conséquence sur ces transformations spatiales. Rappelons, en effet, que les caisses de pension se positionnent sur un segment – la récolte et l'allocation de l'épargne des ménages – occupé presque exclusivement jusqu'aux années quatre-vingts par les établissements bancaires (Aglietta, 2008a). Ces derniers récoltaient l'épargne localement et la réinvestissaient en grande partie dans leur région d'implantation sous forme de crédits bancaires, de crédits immobiliers, etc. Aujourd'hui, les caisses de pension captent une part substantielle de cette épargne et concurrencent ainsi les établissements bancaires sur un terrain qui leur est traditionnellement réservé. Au Royaume-Uni, Martin et Minns (1995) montrent ainsi que l'émergence des caisses de retraite britanniques à la fin des années quatre-vingts a eu d'importantes répercussions spatiales sur l'économie du pays. Alors que l'épargne est récoltée de manière homogène sur l'ensemble du territoire, celle-ci est canalisée par des institutions financières implantées principalement dans le sud-est du pays. Ces fonds sont ensuite investis principalement à la bourse londonienne et seules les entreprises cotées – essentiellement des grandes entreprises – en bénéficient. Pratiquement, très peu est réinvesti dans les différentes régions du pays.

Dès les années quatre-vingt dix, ce phénomène se retrouve également en Suisse (Corpataux et al., 2009). Ainsi, l'épargne des retraites est récoltée sur l'ensemble du territoire national alors que l'essentiel de sa gestion s'effectue dans les deux principales places financières du pays, à savoir Zürich et Genève. Par ailleurs, la centralisation des décisions d'investissement a généré deux changements majeurs en termes de circuits d'investissement. Premièrement, la part des placements en titres (actions et obligations) s'est accrue, passant de 47% entre 1992 à 63% en 2004. Deuxièmement, les placements se sont considérablement internationalisés, passant de 26% à 51% pour la même période. En pratique, cela se traduit par des investissements dans

des sociétés cotées étrangères et suisses. Ces dernières investissent également massivement à l'étranger. Par conséquent, cette nouvelle configuration de l'industrie financière favorise l'internationalisation des placements au détriment des régions de récolte de l'épargne.

1.3.3 Les espaces d'investissement (l'économie réelle)

La modification considérable des circuits de financement n'est pas sans conséquence sur le développement économique et spatial d'un pays puisqu'elle place les espaces et les entreprises face à des situations très différenciées. Pour certains, et plus particulièrement pour les grandes entreprises cotées en bourse, l'accès aux capitaux en est considérablement facilité ; pour d'autres, en particulier pour les PME indépendantes, il devient plus difficile. Tout ceci a bien entendu des conséquences importantes du point de vue du développement des régions composées de PME (Dow, 1999; Pollard, 2003; Klagge et Martin, 2005). L'absence ou la disparition progressive des circuits traditionnels de financement dans ces régions provoque tôt ou tard le rachat des PME par des grandes entreprises en principe extérieures à la région. Il en découle une perte d'autonomie décisionnelle régionale et un rationnement, ou en tout cas un accès différencié au capital. Les grandes entreprises cotées en bourse ont ainsi pu entamer une croissance externe continue en absorbant progressivement d'autres entreprises cotées (par les OPA par exemple), mais aussi et surtout des entreprises et des secteurs (comme les télécommunications, les infrastructures, etc.) qui n'étaient pas connectés aux marchés financiers.

De cette manière, les grandes entreprises peuvent être aujourd'hui considérées avant tout comme des groupes financiers, dont les sièges sont systématiquement localisés dans les métropoles financières, et plus comme des groupes industriels. Il en résulte une centralisation du pouvoir d'investissement et une capacité *d'arbitrage spatial* (Leyshon et Thrift, 1997) de la tête de groupe par rapport à toutes les entreprises filiales ainsi qu'aux contextes nationaux et régionaux qui les hébergent.

1.3.4 L'interconnexion des espaces au sein d'un espace financiarisé

Le processus de centralisation et de mise en cohérence des systèmes financiers dans les métropoles financières qui forment la *Global City* n'est pas que la conséquence du fonctionnement de la finance de marché, mais elle en est aussi la cause. En effet, la liquidité est d'autant plus grande que le marché est important et interconnecté. Le développement de la finance de marché et son interconnexion a été une condition à partir de laquelle a pu se mettre en marche la financiarisation et l'intégration progressive et sélective des entreprises, des secteurs et des espaces à partir de l'accès facilité au capital pour les grands groupes cotés. Corollairement, elle a aussi signifié la disparition des espaces régionaux, et même nationaux, comme entités cohérentes de l'accumulation (Crevoisier, 1997) puisque toutes les décisions sont prises au niveau des têtes de groupes. Il en découle une dualisation des espaces actuels d'accumulation. D'un côté, les circuits de la finance prennent la forme de réseaux multi-locaux au sein d'un espace « financiarisé » centrés sur la global city. De l'autre côté, l'économie réelle, notamment dans les domaines de la formation, de la recherche, du marché du travail, des assurances sociales, des politiques environnementales, etc. s'organise encore très largement sur le modèle traditionnel de la gouvernance nationale et régionale.

2 LA « CORPORATE GOVERNANCE » OU LA DISJONCTION ENTRE LES FONCTIONS D'INVESTISSEUR ET D'ENTREPRENEUR

Cette deuxième partie montre les formes particulières de relations « micro-institutionnelles » entre les investisseurs (actionnaires) et les entreprises dans le cadre de la finance de marché. Ces relations signifient avant tout la *disjonction entre les fonctions d'entrepreneur et d'investisseur* rendue possible par la mise en place d'un modèle de gestion particulier (2.1). En permettant de concentrer les caractéristiques d'un investissement dans deux critères uniques et en prônant la diversification très large des placements, ce modèle de gestion aujourd'hui dominant aboutit à des exercices purement mathématiques de comparaison des risques et des rendements des différents actifs financiers (titres d'entreprises, titres de créances, valeurs monétaires, produits dérivés, etc.). L'intérêt de cette approche abstraite de l'économie, où la qualité n'intervient pas ou peu, réside dans ce qui se passe sur les marchés financiers et moins dans les fondamentaux des activités économiques (2.2). Dans ce modèle de gestion financière, la multiplication des (petites) parts dans les entreprises et les différents secteurs d'investissement (immobilier ou dérivés de dettes privées ou publiques par exemple) et l'allongement de la distance géographique créent une certaine opacité pour les investisseurs (2.3). La complexité de la filière d'investissement n'incite pas ces derniers à bien connaître les entreprises ni à jouer un rôle actif dans leur gestion ou développement à plus ou moins long terme (2.4). En d'autres termes, la finance de marché a institutionnalisé une « corporate governance » basée sur des stratégies d'exit à court terme.

2.1 La frontière entre sphère financière et économie réelle : des critères de gestion différenciés

Lorsque l'industrie financière construit et exploite la mobilité/liquidité du capital dans l'espace, elle mobilise des principes et des critères de gestion (rendement et risque) bien spécifiques, ayant des temporalités et des spatialités propres.

En effet, la théorie financière moderne, inspirée de Markowitz (1959) et qui imprègne une grande partie des stratégies actuelles de placement, porte sur la gestion de *portefeuilles* d'actifs. On cherche dorénavant à maximiser le *rendement* et à minimiser le *risque*, ces deux grandeurs n'étant plus forcément liées (corrélées) positivement grâce à une composition adéquate, *diversifiée*, du portefeuille¹.

De plus, si des marchés financiers suffisamment liquides et développés constituent la condition *sine qua non* de leur bonne marche, la finance de marché se caractérise par une conception tout à fait particulière des notions de *rendement et de risque* (Tableau 1), différentes de celles de l'économie réelle, non financiarisée.

En économie réelle (ou plus précisément en économie monétaire de production), le *rendement* caractérise l'accumulation du capital et son contrôle sur la durée, c'est-à-dire en fonction des cycles économiques, qu'ils soient courts (cycle de production par exemple) ou long (cycles des produits ou cycles technologiques). Cette accumulation se réalise à différentes échelles (entreprise, secteur, région ou nation) qui correspondent à l'organisation de la production, de la consommation et des échanges réels. Pour l'économie financière, le rendement n'est pas calqué sur les cycles réels, c'est-à-dire sur la durée, mais sur les rendements comparés en continu avec les rendements des autres investissements sur les marchés financiers ; la logique d'évaluation des marchés financiers est ainsi permanente et est déconnectée du temps, souvent

¹ Pour une présentation objective et critique de la théorie financière moderne, se référer à Sauvage (1999) ; Rainelli-Le Montagner (2003).

long, de la production (Orléan, 1999). En bref, on substitue à un engagement dans la durée la menace de départ, de défection à court terme. *L'accumulation dans le temps est remplacée par la mobilité dans l'espace* ; le lien social (stakeholder) laisse place à la valeur actionnariale (shareholder value) ; l'engagement dans un projet immobilier ou industriel comportant des risques propres et des spécificités est remplacé par un acte d'achat de titres standardisés.

La notion de rendement « suffisant » ou « insuffisant » dépend de la base de comparaison, de la base de calcul, de l'horizon temporel de valorisation, etc. Durant les années quatre-vingt-dix, la croissance des cours boursiers rendait les investissements en actions très attractifs. Depuis la baisse brutale des cours en 2000-2001, les investissements immobiliers sont à nouveau considérés comme attractifs pour les marchés financiers. Dans les termes de l'industrie financière, les pertes réalisées sur les placements en actions ne sont pas forcément à considérer comme une erreur. L'erreur consiste à perdre plus que les indices du marché ou de ne pas avoir bien diversifié son portefeuille. On devrait pourtant comparer les performances d'un portefeuille placé sur les marchés avec des investissements réels directs, effectués sans passer par les circuits financiers sur une période de quinze ou vingt ans. De telles comparaisons ne sont d'ailleurs réalisées qu'exceptionnellement. Elles sont d'autant plus difficiles que les rendements ne sont pas calculés de manière identique. Il y a donc rendement et rendement et *rien ne montre que les investissements réalisés, par exemple, dans les PME non-cotées, sont moins rentables que des investissements financiarisés.*

En économie réelle, le *risque* pris par l'entrepreneur est difficilement rationalisable sous la forme d'un calcul. L'entrepreneur fait un pari sur le futur et ce futur n'est pas parfaitement connu ou connaissable. Cette incertitude a été qualifiée de « radicale » par Keynes et est réservée à des situations au devenir inconnu ou tout au moins non probabilisable, ce qui s'exprime par l'impossibilité de dénombrer les états du monde futurs (Sapir, 2000). Dans cette perspective, le futur est par définition considéré comme fondamentalement opaque (Hugon, 1990 ; Lordon, 2001).

Dans la théorie financière, le terme *risque* est appliqué aux situations à l'issue imparfaitement maîtrisée mais dont tous les scénarios de sortie sont connus au départ. Il est donc possible de leur affecter une probabilité d'occurrence et ainsi prédire et calculer le futur (Moureau et Rivaud-Danset, 2004)². Au niveau du portefeuille d'actifs financiers, on peut donc réduire le risque grâce à la *diversification* entre les classes d'actifs et entre les nations ou régions dont les rendements ne sont pas corrélés. Diversifier, c'est investir dans des secteurs différents, mais aussi dans des pays dont les économies connaissent des évolutions différentes. En d'autres termes, diversifier, c'est panacher les lieux et les territoires au sein d'un « espace financiarisé ».

En bref, en économie financière, à l'intérieur de la sphère financiarisée de l'économie, le couple rendement / risque correspond à une solution à trouver dans un exercice d'ingénierie financière. En économie réelle, le rendement et le risque s'entendent par rapport aux espaces et aux temporalités propres de la production et des cycles économiques.

² Pour une analyse concrète de la « foi » en la théorie financière à prédire/calculer le futur, voir de Goede (2001).

Tableau 1: Comparaison des critères d'investissements entre les circuits réels et financiarisés.

	Economie réelle		Economie financiarisée	
	Base de calcul	Spatialités et temporalités	Base de calcul	Spatialités et temporalités
Rendement	Rendements futurs attendus du projet.	Horizon temporel du projet réel, accumulation ; territoire d'implantation du projet.	Comparaison avec les indices des marchés (sur- ou sous-performance).	Rentabilité instantanée et comparable dans le circuit financiarisé mondialisé.
Risque	Risque industriel, technologique, ou du marché des biens et services.	Lié au territoire de déploiement du projet.	Probabilisable et réductible par la diversification entre classes d'actifs et entre pays aux évolutions non corrélées.	Panachage de lieux et de territoires financiarisés aux évolutions non corrélées.

Source : Corpataux et al., 2009

Selon nous, les acceptions différenciées des notions de risque et rendement correspondent à une *disjonction fonctionnelle* entre d'un côté, la logique entrepreneuriale sur les marchés réels et de l'autre, la logique de l'investisseur sur les marchés financiers. Dans cette dernière, ce qui importe est bien la construction de portefeuilles idéalement diversifiés de titres financiers. L'évaluation quantitative sur les marchés financiers concorde avec un comportement bien spécifique des investisseurs sur les marchés financiers et au sein d'un espace d'investissement financiarisé.

2.2 Les investisseurs : un comportement (mimétique) d'opérateurs sur les marchés financiers

On peut schématiquement opposer deux visions vis-à-vis du comportement « optimal » des investisseurs sur les marchés financiers. La première vision est celle de la théorie financière moderne (du portefeuille) qui prône, on l'a vu, la diversification. Cela revient à réfléchir au *niveau de l'ensemble des titres composant un portefeuille* et à investir dans titres qui sont statistiquement décorrélés. Cette procédure de choix de l'agent devient en outre de plus en plus exclusivement quantitative, statistique et comparative. Ce nouveau principe va à l'encontre de l'ancienne règle, dit de l'homme prudent, en vertu de laquelle la composition d'un portefeuille doit être faite sur la base du risque et du rendement de *chaque titre* pris séparément.

Concrètement, pour les partisans d'une gestion diversifiée du portefeuille et qui adhèreraient, de surcroît, à l'idée d'efficience des marchés financiers, une analyse qualitative et détaillée des investissements (des activités économiques) ne sert pas à grand-chose. En effet, pour ces derniers, le portefeuille le plus efficace est celui qui est composé de titres reproduisant, à échelle réduite, la composition du marché, car il est impossible de faire mieux sans prendre plus de risques. En clair, l'analyse détaillée des entreprises cotées voire même les conseils des analystes financiers sur les activités économiques ne servent à rien. Il suffit de diversifier son portefeuille à l'image du marché afin d'être assuré d'obtenir la meilleure rentabilité possible compte tenu du niveau de risque que représente le marché financier lui-même. Ce dernier est

si efficient que personne ne peut le battre, c'est-à-dire ne peut espérer, sur la longueur, réaliser une meilleure performance !

La deuxième vision découle de l'approche institutionnaliste des marchés financiers (Aglietta et Orléan, 1998 ; Orléan, 1999). Contrairement à la théorie financière dérivée de Markowitz, les marchés financiers ne sont pas le reflet des évolutions de l'économie réelle et leur fonction ne sert pas à allouer de manière optimale les investissements, mais à *rendre liquides des droits de propriété*, via la titrisation et la construction de la liquidité des marchés financiers. C'est ce que nous avons appelé la mobilité/liquidité du capital (1.2).

Dans cette perspective, les marchés financiers sont des institutions qui organisent la confrontation entre les opinions personnelles des investisseurs de façon à produire un jugement collectif qui ait le statut d'une évaluation de référence, c'est-à-dire d'un prix accepté par tous. Dès lors, les cours/prix qui émergent sont des *consensus de la communauté financière* ou des *croyances partagées* où la liquidité repose sur *l'objectif de transformer les paris individuels sur des revenus futurs incertains en une valeur immédiatement disponible* (Orléan, 1999 et 2008).

Dès lors, dans un contexte d'incertitude radicale où les prix des actions ne représentent rien d'autre que les croyances de l'opinion financière, la meilleure attitude consiste à se comporter comme les autres, c'est-à-dire à agir selon « ce qu'on pense de ce que les autres pensent ». Face à cette rationalité mimétique, on se trouve dans une relation inverse à la loi de l'offre et de la demande, puisque la demande en titres entraîne la hausse des cours, qui en retour entraîne la demande et la hausse... Ces comportements d'imitation (ou d'anticipations autoréférentielles) fondent et renforcent les conventions financières préétablies sur certains secteurs d'investissement (par ex. la convention internet de la fin des années 90 ou l'immobilier de ces dernières années). Les acteurs financiers peuvent ainsi développer des représentations de plus en plus autonomes des évolutions de l'économie réelle qui ont des capacités auto-réalisatrices (anticipations auto-réalisatrices).

Il apparaît que ces deux visions des marchés financiers conduisent toutefois au même résultat, c'est-à-dire au développement de *comportements d'opérateurs sur les marchés financiers*, qui peuvent, dans une perspective institutionnaliste, être complètement indépendants des fondamentaux de l'économie réelle. D'autre part, que l'on se trouve dans l'une ou l'autre perspective, il s'avère que la finance de marché repose sur un approfondissement de la liquidité – par la financiarisation de nouveaux secteurs ou l'accentuation de la financiarisation de secteurs existants (voir le chapitre 3 ci-dessous) – dont l'accès aux informations et la transparence constitue l'un des enjeux centraux.

D'un côté, la théorie du portefeuille et son principe de diversification ne peuvent réellement s'appliquer que par la création de marchés financiers développés et liquides. Plus fondamentalement, ce modèle de gestion aujourd'hui dominant, qui porte l'analyse sur les marchés financiers uniquement et non les entreprises, repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés. L'une des conditions de l'application de l'efficience est bien la disposition d'information de qualité et de transparence de manière à ce que les risques et rendements financiers, alors censés refléter les risques et les rendements réels, puissent être comparés. De l'autre, les marchés financiers sont une organisation, c'est-à-dire un ensemble de règles qui produit la liquidité. Parmi ces codifications, l'impartialité et la transparence sont les deux éléments clés, sans lesquels les prix n'auraient ni légitimité, ni crédibilité aux yeux de la communauté financière. Dans cette perspective, qui est également la nôtre, il s'agit d'examiner, à travers l'innovation financière, la manière dont l'industrie financière produit de l'information pour les investisseurs.

2.3 L'innovation financière : l'allongement des circuits, la croissance concomitante de transparence et d'opacité et l'intermédiation financière

Dans la perspective « markovitzienne » aujourd'hui dominante, les acteurs de la finance de marché ont fondamentalement besoin de transparence afin d'effectuer leurs calculs et ainsi de comparer les différentes classes d'actifs en termes de rendements et de risques. Ainsi, grâce aux informations récoltées, les financiers peuvent comparer un investissement entre une entreprise minière russe et une entreprise chimique suisse, entre un fonds de placement comprenant un mix d'obligations et d'actions avec un fonds immobilier, etc. Si cette notion de transparence n'est pas sans ambiguïté, elle s'avère être une condition essentielle pour assurer le fonctionnement des marchés financiers et le développement de leur liquidité. Toute comparabilité suppose, en effet, la création/construction permanente de *transparence*, c'est-à-dire d'informations comparables dans l'espace, standardisées et publiques. C'est d'ailleurs l'une des caractéristiques de la finance de marché de ne pas apprécier les relations de proximité, bilatérales et privées, car celles-ci ne sont pas publiques et sont donc considérées comme opaques.

Or, différentes dynamiques, souvent contradictoires, marquent aujourd'hui l'industrie financière et sont paradoxalement sources d'*opacité* pour certains acteurs (Corpataux et al., 2009). Cette opacité n'incite pas les acteurs à être des actionnaires actifs ou à mieux connaître les entreprises et les contextes dans lesquels ils investissent.

En effet, rappelons très brièvement, trois traits caractérisant la dynamique de l'industrie financière aujourd'hui. Tout d'abord, l'accroissement de *mobilité/liquidité* du capital et le principe de diversification semblent conjointement jouer en faveur de *l'internationalisation des placements*. Or, les nouveaux pays dans lesquels sont réalisés les investissements sont de moins en moins connus des investisseurs. Ensuite, l'apparition de *nouveaux secteurs*, comme l'immobilier (Theurillat et al., 2010 ; Nappi-Choulet, 2009 ; Aveline-Dubach, 2008) ou les infrastructures urbaines (Torrance, 2008 et 2009 ; Clark et Evans, 1998) nécessite de nouvelles compétences par rapports aux investissements industriels traditionnels. Enfin, et à l'instar de la plupart des secteurs d'activité, la finance est marquée tout à la fois par un processus de standardisation de ses produits/services et parallèlement par un *processus d'innovation/complexification dans ces mêmes produits/services*. Or, les nouveaux produits (produits dérivés, produits composites, etc.) sont particulièrement complexes et il est extrêmement difficile, pour ne pas dire impossible, de retrouver exactement le point de chute de l'investissement.

De plus, la structure du système financier se complexifie au travers de l'émergence de *nouveaux acteurs*. En amont de la filière, on note l'apparition des caisses de pension et autres fonds mutuels, souverains, etc. qui gèrent, directement ou indirectement (délégation), des montants aujourd'hui colossaux et qui sont, pour une grande part, investis sur les marchés financiers. En aval de la filière, les agences de notation sont devenues des acteurs-clés puisque le passage à une économie dominée par les marchés financiers nécessite des évaluations publiques, externes et à distance, à partir d'informations standardisées. Face à une complexité et à une opacité croissante, la filière financière semble d'ailleurs susciter sa propre dynamique de développement puisque les agences d'information et les experts en charge de contrôler les « premiers » experts à qui l'on a délégué la gestion de son argent se multiplient (Corpataux et al., 2009).

De manière générale, les circuits contemporains de la finance de marché de plus en plus longs, demeurent opaques et difficiles à maîtriser, particulièrement pour les « petits » investisseurs en bout de chaîne, mais aussi pour des acteurs centraux. Parmi ces derniers, on trouve les banques et en particulier les plus grandes d'entre elles, ainsi qu'un certain nombre de sociétés financières qui se sont spécialisées dans les services financiers et qui sont au cœur de

l'innovation financière selon différents rôles et sous différentes formes (Morin, 2006; Theurillat et al., 2008). D'une part, elles peuvent s'occuper de la gestion de fortune des particuliers (fonds de placement collectifs) et des institutionnels (caisses de pension, assurances) et proposent toutes de sortes de véhicules de placement (fonds cotés et non cotés) et produits financiers (produits standards et produits novateurs comme les produits dérivés et structurés par ex.). D'autre part, étant elles-mêmes des institutions importantes cotées en Bourse, elles peuvent s'occuper des opérations sur les marchés financiers en aidant les entreprises à émettre des titres (augmentation du capital) ou à acheter d'autres entreprises (OPA) ou encore en octroyant des prêts aux entreprises et aux différents véhicules financiers (hedge funds, fonds en private equity par ex.) pour leurs opérations d'investissement (relation, croissance externe) ou de spéculations (par ex. achats d'entreprises sous-évaluées par des fonds spécialisés, pour les restructurer puis les revendre).

La spécialisation toujours plus poussée des banques à travers l'innovation financière se traduit par un décalage et une autonomie toujours plus importante de la finance par rapport à l'économie réelle (Lordon, 2008 ; Boyer, 2009). La montée des produits dérivés illustre ce phénomène. Alors que les dérivés « classiques » servaient à se protéger des risques sur les différents marchés (monétaire, titres, matières premières, etc.³), la titrisation d'une ampleur industrielle de produits composites fabriqués avec les créances bancaires (prêts hypothécaires ; prêts étatiques, à des entreprises ou à des particuliers) peut être considérée comme le stade ultime du processus d'autonomisation de la finance par rapport à la sphère réelle de l'économie. Dans ce cadre, la récente crise financière dite des « subprimes » a bien montré que de grands acteurs financiers spécialisés n'ont pas su maîtriser les risques et l'opacité de la filière qu'ils étaient alors censés le faire.

En résumé, la *mobilité/liquidité* offre aux investisseurs la possibilité de se retirer en tout temps. L'application et la généralisation du principe de diversification entraîne le panachage, dans les portefeuilles des investisseurs et au sein d'un « espace financiarisé », des secteurs, des pays, des monnaies et des véhicules d'investissement. La distance géographique, mais aussi sociale, technique, etc. entre l'investisseur et le point de chute de l'investissement s'est accrue de manière extraordinaire, créant complexité et opacité. Tout ceci n'incite pas, voire empêche les détenteurs de capitaux de développer une connaissance détaillée des entreprises et des contextes dans lesquelles ils investissent. Ils se délestent ainsi de plus en plus de leur rôle d'entrepreneurs pour devenir de « purs » financiers. C'est ce détachement progressif du lieu et de la nature de l'investissement qui est selon nous à l'origine de l'institutionnalisation de la « corporate governance » qui place les investisseurs en position d'exit face aux entreprises.

2.4 Les investisseurs institutionnels : une « corporate governance » basée sur des stratégies d'exit

Aux USA, depuis plus de deux décennies, les investisseurs institutionnels gèrent la majeure partie des actifs financiers. Ces gérants de fonds supposés organisés et professionnels modifieraient considérablement la donne puisqu'ils seraient à même de peser sur le management des entreprises, ou du moins, de surveiller de manière plus étroite les décisions des managers (Harmes, 1998 ; Boubel et Pansard, 2004). Ceci trancherait avec la période fordiste où les managers faisaient face à une nébuleuse d'actionnaires individuels, peu organisés. Ces investisseurs institutionnels sont ainsi souvent associés à l'apparition d'une nouvelle forme de gouvernement d'entreprise (Orléan, 1999). Celle-ci vise à réduire

³ A ce titre Morin (2006) évoque le paradoxe du développement de dérivés qui entraîne une volatilité des marchés due à la spéculation et qui amène à créer de nouveaux dérivés.

l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les managers et à aligner l'intérêt des seconds sur celui des premiers. Les marchés financiers et leur liquidité deviennent ainsi des instruments au service de nombreux actionnaires minoritaires mais néanmoins puissants: les investisseurs institutionnels. L'objectif que ces derniers poursuivent est d'ailleurs très clair : maximiser la richesse des actionnaires en valorisant au maximum le prix de leurs actions et en augmentant les dividendes. Ce que résume généralement la notion de « création de valeur actionnariale » (Lordon, 2000b). L'entreprise cotée est dès lors conçue comme un ensemble d'actifs liquides, négociables en tout temps selon un certain nombre de critères standardisés. La montée en puissance du pouvoir actionnarial, notamment au travers des investisseurs institutionnels et des normes de gestion financières qu'ils véhiculent, n'a fait qu'amplifier l'attrait de la liquidité.

En Europe continentale, certains modèles de détention et de gestion du capital ont subi d'importantes transformations avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ainsi, en France, l'apparition des investisseurs institutionnels, en particulier anglo-saxons, a considérablement modifié la structure de l'actionnariat au cours de la dernière décennie (Morin et Rigamonti, 2002). De plus, de nouvelles normes de gestion, favorables aux actionnaires, ont fait leur apparition. Celles-ci ne sont pas sans conséquence sur la gestion opérationnelle et les orientations stratégiques des firmes (Morin, 1998). Ainsi, s'il est indéniable que les structures financières se transforment avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels et que de nouvelles normes en faveur de la « corporate governance » se diffusent, ces dernières vont-elles de pair avec un véritable activisme actionnarial ? D'un point de vue théorique, les positions divergent.

2.4.1 Voice or ... exit

Sur le degré d'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels, les positions théoriques sont divergentes. Rappelons tout d'abord que si un actionnaire n'est pas satisfait de son investissement dans une entreprise, il a le choix entre deux attitudes: vendre ses actions (attitude de type *exit* pour reprendre les termes d'Hirschman (1970)) ou encourager l'entreprise à modifier sa stratégie par le biais de l'exercice des droits de vote que ses actions lui confèrent (attitude de type *voice*). La manifestation de ce second comportement correspond à ce qu'on appelle l'activisme des actionnaires.

Différents auteurs ont abordé cette question et sont arrivés à des conclusions différentes. Clark et Hebb (2004), de manière très optimiste, décrivent une situation où les investisseurs institutionnels, en particulier les caisses de pension, vont jouer de leur pouvoir de contrôle et faire entendre leur(s) voix. En effet, ces dernières, même en tant qu'actionnaires minoritaires, ré-agrègent des droits de propriétés jusque là dispersés, et forment un nouveau pouvoir coalisé suffisamment puissant pour influencer les directions d'entreprise. Ces acteurs sont, cependant, peu à même de jouer de leur capacité d'*exit*. En effet, d'une part, les caisses de pension tendent de plus en plus à pratiquer une gestion indicielle qui leur laisse peu de marge de manœuvre. D'autre part, un retrait massif peut conduire à un effondrement du cours boursier d'une entreprise et les caisses n'y ont pas intérêt. Pour Clark et Hebb, ce contexte est peu favorable aux stratégies d'*exit* et les caisses de pension préfèrent faire entendre leur(s) voix. On peut d'ailleurs se demander ici s'il s'agit véritablement de *voice*, ou plus précisément de loyauté, pour reprendre les termes d'Hirschman, cette dernière caractérisant l'attitude de passivité d'acteurs qui ne sont pas satisfaits, qui pourraient faire défection, mais qui estiment qu'un changement serait trop coûteux.

Prenant le contrepied de Clark et Hebb (2004), Aglietta et Rebérioux (2004) considèrent, au contraire, qu'un tel système est peu favorable à l'activisme des actionnaires. Si le développement du principe de valeur actionnariale amplifie la séparation qui existe entre la propriété et le contrôle d'une entreprise, il ne pousse pas les actionnaires à adopter une

attitude de type *voice* mais plutôt une attitude de type *exit*. Pour ces deux auteurs, les actionnaires tendent, en effet, aujourd'hui à abandonner leurs droits de contrôle sur l'entreprise au profit des avantages de la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de se défaire à tout instant de ses titres sur le marché boursier.

Orléan (1999) défend également l'idée que la liquidité prime, et ceci au détriment d'un véritable activisme actionnarial. Il avance plusieurs raisons. Tout d'abord, la détention d'une proportion importante du capital d'une même entreprise est en contradiction avec l'objectif de diversification des portefeuilles enseignée par la théorie financière moderne, puisqu'il en résulterait une augmentation du risque de perte sans que ce risque supplémentaire ne soit compensé par un accroissement de rendement. De plus, pour augmenter le rendement, il faudrait que les gestionnaires de fonds s'impliquent dans la gestion de la firme et développent un réel talent managérial. Or, pour Orléan, ils n'ont souvent pas ce talent⁴. Enfin, une participation importante au capital d'une entreprise est également en contradiction avec l'objectif de maintien d'un portefeuille aisément et rapidement négociable. Une telle participation ne saurait être, en effet, rapidement revendue sans bouleverser le marché du titre considéré.

Sur le plan empirique, il s'avère que l'activisme actionnarial dans le sens d'un rôle actif des actionnaires en matière d'implication dans la gestion des entreprises, reste l'apanage d'un petit nombre de grands fonds institutionnels qui agissent à une échelle globale.

2.4.2 Vers un activisme actionnarial effectif ?

L'activisme actionnarial des investisseurs institutionnels s'est développé aux USA dans la première moitié des années 80 quand certains d'entre eux ont commencé à soumettre des recommandations aux assemblées générales de certaines compagnies (Gillan et Starks, 2003). Néanmoins, et comme l'observe (Golding, 2003), le phénomène semble être avant tout un phénomène américain, particulièrement associé à la présence d'un petit nombre de gros fonds mutuels d'investissement (comme Fidelity) ou de caisses de pension publiques (comme CalPERS). De là à conclure que l'activisme actionnarial aux USA n'est qu'un « effet de vitrine » et ne tient qu'à la présence de quelques grands fonds... De fait, si des réformes ont été mises en œuvre dans de nombreux pays afin de renforcer l'activisme actionnarial, cette entreprise ne tient-elle pas de la gageure, d'un vœu pieux, voire d'un conte de fée (Engelen, 2003)?

En Suisse, et malgré un système paritaire qui implique employeurs et employés et qui pourrait conduire à des décisions originales, les caisses de pension semblent particulièrement peu innovantes du point de vue de leur politique de placements et passives au niveau actionnarial. Toute une série de raisons peuvent être invoquées : de nombreuses petites caisses gérées par des non professionnels aux compétences financières peu sophistiquées, multiplication et émiettement des participations, opacité, etc. Ainsi, à l'exception de quelques grandes caisses – qui sont d'ailleurs les caisses des grandes sociétés cotées et les caisses publiques, cantonales et fédérales – elles sont totalement dépendantes des principaux acteurs bancaires et financiers du pays. En bref, elles n'ont ni le temps, ni les compétences pour savoir précisément de quelles sociétés elles sont actionnaires et pour récolter les informations pertinentes afin de se prononcer à l'assemblée générale et préfèrent s'en remettre aux « experts » de la filière (Corpataux et al., 2009). L'OCDE (2007), dans son récent survol des mesures entreprises dans plusieurs pays membres en faveur d'un véritable engagement actionnarial, conclut que si un certain nombre de réformes ont été mises en œuvre et visent bien à renforcer les droits des actionnaires, celles-ci semblent, dans les faits, avoir peu d'effets.

⁴ Sur l'incapacité pratique des investisseurs, en particulier institutionnels, à se comporter en propriétaires/actionnaires et non seulement en « traders », se référer à Hendry *et al.* (2006).

Suite à une enquête menée auprès des caisses de pension suisses (Theurillat et al. 2008, Corpataux et al. 2009), nous pensons que le problème est lancinant parce que le système financier actuel ne favorise pas les politiques actionnariales actives. Les efforts menés pour résoudre ce problème sont voués à l'échec, car soit les investisseurs souhaitent s'impliquer dans la gestion d'une entreprise, et ils n'ont pas besoin des marchés financiers, soit ils ne souhaitent pas s'y impliquer et ils utilisent alors les facilités qu'offrent ces marchés en termes de diversification.

En bref, alors que des normes qui leur sont favorables se diffusent, les investisseurs financiers peinent à développer un rôle d'actionnaire actif. Selon nous, cette difficulté réside dans la dynamique même des marchés financiers basée sur la liquidité et les différents découplages entre la sphère réelle et la sphère financière au cours des vingt dernières années. Les découplages tant sur les plans fonctionnels, spatiaux et temporels se situent d'une part à un niveau micro-institutionnel entre les détenteurs de capitaux (investisseurs) et les investissements (activités économiques) et d'autre part, à un niveau plus macro-institutionnel entre les régions de récolte et d'investissement. Ces disjonctions permettent aux investisseurs de se comporter en tant qu'opérateurs financiers « purs » et de placer leur argent à court terme dans des régions toujours plus éloignées. Parallèlement, elles entraînent la mise en relation de régions connectées aux marchés financiers et aboutit à la création d'un espace financiarisé d'accumulation profitant aux grandes entreprises financières et non financières localisées dans les principales métropoles financières de la planète. C'est bien par les différents découplages que l'industrie financière s'est autonomisée pour aboutir à une gouvernance territoriale à partir de la *global city*.

3 L'AUTONOMISATION DE L'INDUSTRIE FINANCIERE ET LA GOUVERNANCE TERRITORIALE PAR LA GLOBAL CITY

Cette partie montre comment, à partir de cette disjonction entre sphères réelle et financière, l'industrie financière s'est *autonomisée* pour occuper progressivement une position de surplomb par rapport à l'économie réelle. La dynamique de l'industrie financière repose bel et bien sur l'expansion spatiale (ou l'approfondissement de la saisie des espaces déjà financiarisés) qui a été à la fois la condition et le résultat de la bulle permanente que représentaient les cours boursiers continuellement croissants de ces vingt dernières années (3.1). L'autonomisation du système financier signifie également l'instauration d'une gouvernance territoriale à partir de la *global city* (3.2). Celle-ci correspond à un écrasement ou au court-circuitages des échelles géographiques qui résulte de l'interconnexion des places et des marchés financiers est tout à fait distinct de l'économie réelle, laquelle est plus marquée par une articulation traditionnelle de différentes échelles. L'autonomisation et la gouvernance de la sphère financière se traduisent finalement par une déconnexion des conditions régionales de la compétitivité (ou des activités économiques) dans le sens où celles-ci sont alignées sur les exigences des marchés financiers.

3.1 La constitution permanente de nouvelles bulles et expansion de la financiarisation

L'industrie financière s'autonomise depuis une quinzaine d'années tout en étendant son influence sur l'économie et la société, en particulier par la diffusion de ses propres critères d'évaluation. Si, à la fin des années quatre-vingt-dix, le régime d'accumulation financiarisé semblait basé sur l'augmentation continue des cours boursiers des marchés d'actions (Lordon, 2000a), l'effondrement de ces marchés en 2000-2001 semble avoir quelque peu modifié la donne. A l'époque, ce sont de nouveaux secteurs (immobilier, infrastructures urbaines,

placements alternatifs, etc.) – jusqu’alors peu valorisés – qui ont retenu l’attention des acteurs financiers. Face à la déprime d’alors des marchés d’actions⁵, les investissements, comme par vases communicants, se sont orientés sur des produits traditionnels (matières premières, or, pétrole, etc.) ou de nouveaux secteurs qui évoluaient jusque-là plus ou moins indépendamment des marchés financiers. Dès lors, des secteurs comme l’immobilier ou les infrastructures urbaines ont connu une hausse de leur valorisation boursière. Ainsi, alors qu’ils avaient été jusque-là peu représentés sur les marchés financiers, ces secteurs se sont davantage financiarisés pour répondre aux demandes des investisseurs en recherche de diversification.

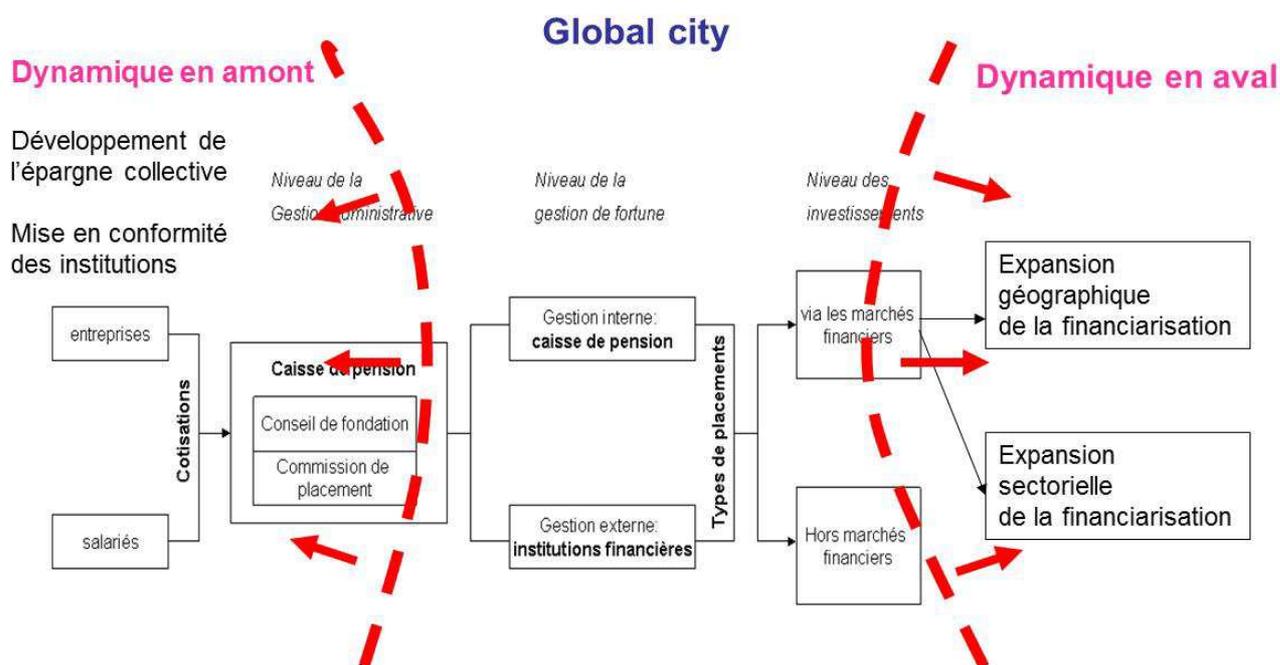
L’expansion de la sphère financière sur le reste de l’économie se réalise d’une double manière (Figure 2). En amont, la financiarisation augmente son contrôle sur les sources d’épargne des ménages. Cette épargne est, en effet, aujourd’hui de plus en plus « financiarisée ». Dans les systèmes financiers orientés banque, le citoyen plaçait son épargne en dépôt auprès d’une banque, cette dernière replaçant cet argent sous forme de crédits bancaires, de crédits immobiliers, etc. Les retraites étaient assurées par le biais d’un système de répartition, le plus souvent sous l’égide de l’Etat, et les fonds ne circulaient pas ou très peu par les marchés financiers. Or, aujourd’hui, avec l’institutionnalisation de l’épargne collective – entre autres par le biais du développement des systèmes de retraite par capitalisation – et la montée en puissance concomitante des investisseurs institutionnels, une part de plus en plus substantielle de l’épargne des ménages transite/est investie sur/par les marchés financiers. De plus, ce drainage accru de nouvelles ressources est souvent facilité par la mise en forme périodique, le formatage, du cadre légal, celui-ci devenant plus « plastique » aux principes et critères de l’industrie financière (Corpataux et al., 2009).

Du côté des investissements, la financiarisation à partir des marchés financiers sur l’économie réelle tend également à s’accroître. Jusqu’à récemment, des pans plus ou moins larges de l’économie échappaient à la logique des marchés financiers, soit qu’ils évoluaient de manière indépendante, soit qu’ils n’y étaient qu’imparfaitement intégrés. Ainsi, tout le secteur étatique ou paraétatique, mais aussi l’artisanat, une partie plus ou moins importante de l’agriculture, du tourisme, des PME, etc. s’organisaient, complètement ou partiellement, autour de principes différents. Ainsi, en Europe, le nombre d’entreprises cotées et soumis aux règles de la bourse a fortement augmenté, à la suite de la privatisation de grandes entreprises du secteur public (télécommunications, transports, électricité, etc.) à la fin des années quatre-vingts et au cours des années quatre-vingt-dix. Cette logique d’expansion est d’ailleurs validée théoriquement puisque le principe de diversification – qui charpente et sous-tend une part substantielle de la théorie financière moderne – pousse les acteurs financiers à investir dans de nouveaux domaines/secteurs...

En bref, en amont de la filière d’investissement, l’institutionnalisation de l’épargne collective a renouvelé l’afflux de capitaux sur les marchés financiers et est, en partie, à l’origine du développement de l’industrie financière. En aval, de nombreuses entreprises et des domaines d’activité, qui évoluaient jusque-là plus ou moins indépendamment des marchés financiers sont passés sous leur contrôle.

⁵ Ceux-ci sont revenus récemment à des niveaux relativement élevés, avant de replonger avec la crise financière de 2008-2009.

Figure 2 : l'expansion de la sphère financière, dynamiques en amont et en aval de la filière d'investissement



Source : Corpataux et al., 2009

Le régime de finance globale et libéralisée semble avoir inauguré une nouvelle dynamique d'expansion pour le capitalisme financier, un nouveau « spatial fix » pour reprendre les termes d'Harvey (1982), c'est-à-dire la mise en œuvre de moyens à même de résoudre, de contrecarrer les tendances inhérentes du capitalisme à la crise, des manières toujours renouvelées de trouver de nouvelles sources de profit. Conformément à la vision diachronique d'Harvey, la financiarisation n'a pas touché *tous* les espaces avec la même intensité ni ne les a saisi au même rythme. C'est bien dans ce *décalage* que réside la clé du maintien sur de nombreuses années par l'industrie financière d'un taux de rendement des investissements financiarisés largement supérieur au rendement des investissements réels. En effet, l'expansion de la globalisation s'est faite progressivement par l'extension spatiale (de nouveaux pays et de nouvelles régions s'ouvrent régulièrement à la financiarisation), sectorielle (de nombreux secteurs ont été privatisés – comme les télécommunications – ou financiarisés – comme l'immobilier) et en direction des PME (Martin et al., 2005). Ainsi, les taux de rendement offerts sur les titres cotés en bourse ne dépendaient pas uniquement de la profitabilité réelle des activités contrôlées, mais également de la confiance que les entreprises cotées attiraient sur elles grâce à leurs politiques d'expansion et à leurs promesses de gains futurs. Parallèlement, les diverses opérations (fusions et acquisitions, restructurations, rachats d'actions, etc.) étaient systématiquement financées et de facto validées *ex post* grâce à la montée du cours de leurs actions.

3.2 Les spatialités de la gouvernance territoriale de la finance

La globalisation doit être comprise comme la superposition de deux systèmes de gouvernance et donc de deux géographies. Aujourd'hui, le régime d'accumulation financiarisé définit d'une part une économie réelle organisée sur des bases régionales, nationales et internationales et d'autre part une économie financière organisée en réseaux autour de la *global city*.

3.2.1 Globalisation financière et court-circuitage des échelles traditionnelles de gouvernance

On assiste ainsi à une importante transformation des circuits financiers. D'un point de vue spatial, les espaces de collecte de l'épargne recourent de moins en moins les espaces d'investissements alors que les circuits traditionnels et locaux de financement déclinent pour ne laisser place qu'à des circuits nationaux et surtout globaux.

En effet, si l'épargne est récoltée de manière décentralisée, elle est gérée de plus en plus centralement dans les quelques grands pôles financiers de la *global city*. Cette dernière contrôle une part grandissante des investissements financiers et elle a vu ses emplois dans le domaine de la finance croître. De plus, les institutions financières sises dans les villes globales et les sièges des grandes entreprises qui s'y sont systématiquement agglomérés se positionnent en surplomb de l'économie globalisée. Les ouvertures internationales des marchés des capitaux et des biens et des services ont ouvert la porte à des mouvements de déterritorialisation / reterritorialisation à l'échelle de la planète. Le contexte institutionnel établi leur permet tout simplement de *court-circuiter* les échelles traditionnelles de fonctionnement de l'économie des Etat-nations.

Pour Yeung (2002), la globalisation, de manière générale, se définit précisément comme la capacité qu'ont certains acteurs, en particulier les grandes entreprises multinationales et les principaux acteurs financiers, à opérer indifféremment à différentes échelles⁶ spatiales. Remarquons bien que cette capacité à choisir à quelle échelle opérer ne doit pas être confondue avec la capacité à choisir d'autres lieux tout en restant à la même échelle spatiale. On peut délocaliser certaines opérations sans toutefois remettre en cause le fonctionnement traditionnel des échelles. Les stratégies multi-locales ne se caractérisent pas forcément par l'émergence progressive d'une nouvelle échelle de fonctionnement. En bref, une entreprise peut choisir de construire une usine en Suisse ou en Chine en prenant en considération les caractéristiques locales ici ou là. En revanche, elle va optimiser sa production à l'échelle globale en rationalisant les différentes implantations dans un schéma global. Seul un acteur global, avec une vision globale, peut effectuer le second. Le global n'est pas le mondial, ne s'inscrit pas dans la succession classique local, national, international... Il constitue une manière de court-circuiter cette hiérarchie des frontières et des échelles traditionnelles, et par conséquent les lieux et les Etats, non plus dans une simple logique de mise en concurrence des lieux, ou des nations, mais bien en jouant Kunming contre la France, la City contre le peso argentin, etc.

Pour Yeung (2002), il s'agit d'expliquer comment cette échelle se met en place à différentes périodes historiques. Aujourd'hui, les processus sont différents de ceux qui ont caractérisés la révolution industrielle, mais ils mettent toujours en jeu la capacité de certains acteurs à court-circuiter les échelles de fonctionnement en place et faire émerger leur propre échelle de fonctionnement, distincte de celle des acteurs plus traditionnels.

La thèse défendue dans notre approche territoriale de la finance est qu'au cours des vingt dernières années, c'est l'industrie financière qui a opéré ce court-circuitage en portant à un niveau jusqu'ici inconnu l'intégration par les marchés financiers des grands groupes cotés, de leurs filiales et des investisseurs. On assiste donc à la superposition de deux gouvernances ayant des spatialités tout à fait distinctes. D'un côté, l'économie réelle, avec des entreprises largement dépendantes de leur contexte de production et de marché, doit composer avec les autorités locales et nationales, les syndicats, les règles concernant le marché du travail, les réglementations environnementales, etc. De l'autre côté, la régulation financière, en position de surplomb grâce à sa capacité d'exit et la distance qu'elle a construite entre les investisseurs

⁶ Yeung utilise la notion de « scalar switchability » (p. 290)

et les entreprises, relie directement les filiales à des groupes cotés sur des marchés financiers distants et aligne les exigences sur les bulles en constante formation.

Les nouveaux espaces d'accumulation, centrés sur la global city, ne correspondent plus aux espaces de fonctionnement de l'économie réelle. L'autonomisation de la finance correspond pour l'économie réelle à une prise en tenaille entre d'une part les exigences de la sphère financière, alignées sur ceux des marchés boursiers, et d'autre part les conditions réelles de la production qui dépendent des conditions locales. En reportant cette pression sur les entreprises, la finance n'a plus à se préoccuper des conditions locales de la compétitivité (Colletis et al., 2007).

3.2.2 Une déconnexion des conditions régionales/locales de la compétitivité

Au cours de ces vingt dernières années, ce découplage entre sphères financière et réelle a bénéficié aux détenteurs de capitaux, à l'industrie financière ainsi qu'aux managers des entreprises cotées. On peut interpréter cela comme un renversement des rapports de force entre ces acteurs et les sociétés locales et nationales, ces dernières se voyant contraintes de subordonner largement leurs politiques publiques dans des domaines comme la fiscalité, la formation et la recherche, le marché du travail, l'environnement, etc. aux critères du rendement et du risque financier des entreprises. En clair, en raison du développement de l'industrie financière, la région et la nation ne sont plus les espaces de l'accumulation du capital. Ces derniers sont désormais des espaces centrés sur la global city et comprenant des circuits de drainage de l'épargne et des circuits de contrôle des entreprises. Selon nous, toutes les théories sur la *corporate governance* ne sont que la traduction en termes opérationnels de cette disjonction.

Or, la compétitivité économique d'une entreprise n'est que partiellement dissociable des lieux dans lesquels elle est implantée. Au cours de ces vingt dernières années, les études sur la compétitivité des nations ainsi que sur celle des régions (clusters, milieux innovateurs, regional production systems, etc.) ont largement démontré la pertinence d'une telle hypothèse. En effet, ce qui fait la compétitivité, c'est la capacité locale à articuler les différentes dimensions du développement ainsi que de concilier concrètement les aspects quantitatifs, comme le rendement, et qualitatifs, comme l'innovation. Dans cette perspective, ce ne sont pas les entreprises qui sont mises en concurrence mais les territoires.

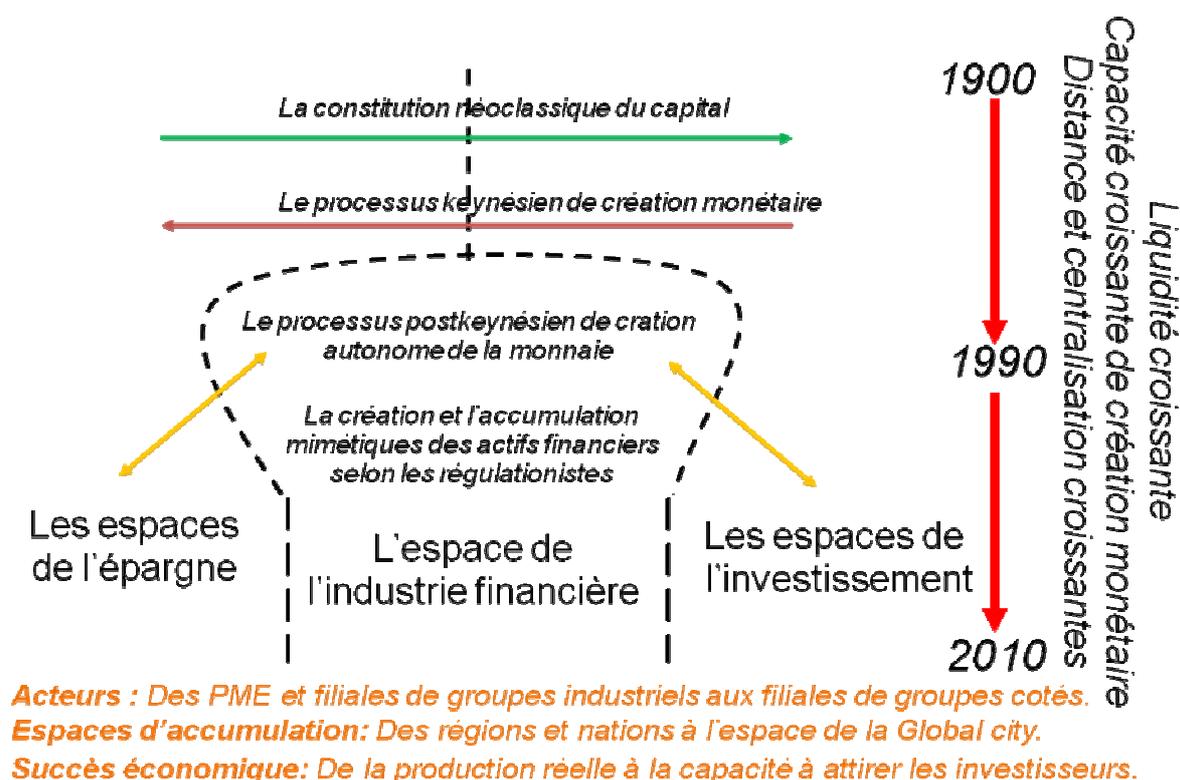
Sur le plan économique, il s'agit de (re)produire les compétences, de développer l'innovation, de maîtriser les coûts, de développer les infrastructures, etc. Sur le plan social, la paix du travail, la sécurité sociale, etc. relèvent également de la capacité locale à trouver des compromis. Enfin, sur le plan environnemental, ce sont également les sociétés locales qui sont en première ligne pour ce qui concerne la (re)production des ressources, ou au contraire leur épuisement.

Or, ces entités territoriales sont caractérisées par des organisations et des spécialisations spécifiques, qualitativement distinctes. En même temps, elles sont soumises à la même contrainte quantitative du rendement financier. Comment s'articulent dès lors une compétitivité qui a une large dimension régionale et nationale (Carrincazeaux et al. 2007) avec des entreprises qui sont aujourd'hui pour la plupart des groupes cotés en bourse et regroupant des dizaines, voire des centaines d'implantations dans des pays extrêmement divers?

La globalisation financière permet précisément de contourner cette question. Les marchés financiers exigent une rémunération très élevées des capitaux (on cite régulièrement le chiffre de 15% alors que l'économie mondiale croît à environ 4%) et ce pour l'ensemble des entreprises, indépendamment de leur secteur d'appartenance. Une telle rentabilité ne peut se

maintenir que s'il y a expansion vers de nouveaux secteurs et sous la menace de défection des investisseurs. Cette mobilité des capitaux a pour effet concret de *déléguer* la responsabilité de la compétitivité réelle sur les régions et les nations. En revanche, la compétitivité financière, entendue comme la capacité à offrir une rentabilité correspondant aux niveaux définis sur les marchés financiers, relève de l'espace de la *global city*, à savoir le réseaux des principales places financières du monde ainsi que les réseaux tissés par les grandes entreprises cotées en directions des établissements contrôlés partout dans le monde.

Figure 3 : Principales théories et espaces de l'économie financiarisée.



Source : Crevoisier 2009

3.2.3 En résumé : les théories et les espaces de l'économie financiarisée

En résumé, c'est bien la disjonction spatiale entre les fonctions entrepreneuriale et financière qui a permis à la sphère financière de s'autonomiser et de s'abstraire de la multi-dimensionnalité de la compétitivité et du développement territorial « plus » durable. Selon nous, à l'instar de certains auteurs (Boyer, 2009 ; Artus et Pastré, 2009), la récente crise financière qui tend actuellement à se prolonger avec les discussions liées au financement de la dette de nombreux pays occidentaux, a montré les limites de la dynamique d'autonomisation, d'expansion et de gouvernance de la sphère financière par rapport aux espaces et aux horizons de fonctionnement de l'économie réelle.

La Figure 3 résume les liens entre les principales théories de la monnaie et de la finance ainsi que les spatialités, souvent implicites, qu'elles contiennent. Les néoclassiques pose que l'épargne est un préliminaire à l'investissement. Les espaces d'épargne devraient donc dégager en premier des capacités pour l'investissement. Pour les keynésiens, la relation va dans le sens contraire : ce sont les projets entrepreneuriaux qui, en lien avec les banquiers, génèrent la croissance et l'épargne. Les théories postkeynésiennes et régulationnistes des marchés financiers montrent que les phénomènes financiers se développent de manière autonome dans l'espace de la Global City. L'évolution des théories s'est accélérée au cours

des vingt dernières années avec l'augmentation des capacités de création monétaires, des distances, de la centralisation et la liquidité (Dow & Rodriguez-Fuentes, 1997).

4 L'ADAPTATION DE LA FINANCE DE MARCHE : INNOVATIONS FINANCIERES ET « NOUVEL » ACTIVISME ACTIONNARIAL

Le premier scénario qui se dessine, découlant de la crise de 2008-2009 et se prolongeant en partie avec la dette des Etats, est celui d'une adaptation du système financier à certaines exigences. Les milieux financiers sont conscients de l'importance pour leur survie de proposer des solutions aux problèmes posés par l'instabilité interne du système financier ainsi qu'à certaines critiques récurrentes concernant l'insuffisante prise en charge du « long terme » ou des aspects sociaux et environnementaux.

Selon nous, les discussions en vue d'améliorer l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie ont jusqu'à présent essentiellement porté sur des aspects « techniques ». Ceux-ci renvoient au meilleur contrôle ou au plafonnement des revenus des managers d'entreprises (financières et non financières), à la constitution de fonds propres plus importants pour les banques ou sur l'instauration (la réapparition) de taxes sur les transactions financières comme moyen de diminuer/contrôler la mobilité du capital. Nonobstant tout l'intérêt de tels débats, cette partie fait toutefois référence à la mise en place ou à la résurgence de (nouveaux) produits financiers, tels que les fonds non cotés (private equity) ou les fonds durables, et aux mesures visant à renouveler l'activisme actionnarial basé sur le « long terme ». Ces innovations financières correspondent à des formes et des circuits « alternatifs » entre épargne et investissements en termes de types, d'acteurs et de modalités, de lieux et d'horizon d'investissement.

4.1 Les fonds non cotés ou en « private equity »

Face aux limites de la volatilité des marchés financiers, ressentis par les investisseurs notamment institutionnels, mais aussi, plus fondamentalement, liées au décalage entre les fonctions d'entrepreneur et d'investisseur, les fonds non cotés ou en « private equity » ont connu un certain engouement ces dernières années.

Le private equity allait-il permettre de dépasser cette dichotomie marchés financiers / compétitivité réelle ? En bref, le système avait-il, en partie, promu sa propre solution à certaines limites de fonctionnement ? Selon les partisans de ce type de fonds, l'avantage du private equity est de pouvoir mieux connaître les entreprises et d'en avoir de meilleures évaluations qualitatives qui parviennent même à intégrer les risques sociaux et environnementaux. De cette manière, cela permet d'éviter le problème de la simplification des informations tout au long de la chaîne d'intermédiation financière qui aboutit à les réduire sous une forme uniquement quantitative aux deux critères de rendement et de risque. Deuxièmement, le private equity permet de penser le développement de l'entreprise à plus long terme et ainsi de dépasser le cadre temporel statique du modèle de gestion financière représentant un équilibre à un instant donné et sur une période donnée.

Néanmoins, les avantages « théoriques » de ce type de fonds restent très contrastés dans la pratique. Très brièvement, ces activités de private equity peuvent prendre deux formes distinctes (Bédu & Montalban, 2009). La plus importante, celle de leverage buy out (LBO), voit les fonds de *private equity* prendre le contrôle d'une entreprise en utilisant un levier (*leverage*) d'endettement. Les fonds de *private equity* font alors rembourser par la société rachetée, via le versement de généreux dividendes, l'essentiel du coût de son acquisition. Dans un tel modèle, la gouvernance est améliorée puisqu'on retrouve une relation directe entre les

apporteurs de capitaux et les managers d'entreprise. Les marchés financiers jouent toujours néanmoins un rôle clé en intervenant à différents moments dans le processus. Tout d'abord, ils permettent d'emprunter les capitaux nécessaires au rachat de l'entreprise. Ensuite, ils servent à discipliner cette même entreprise puisque le poids de la dette et les remboursements attendus sont tels que la pression à réussir pour l'entreprise et son management est immense. Enfin, le marché boursier fonctionne comme un débouché naturel pour sortir l'entreprise du giron du *private equity*.

Si cette nouvelle relation est, pour certains, source de promesse, elle n'a pour d'autres que réussi à reproduire une nouvelle alliance entre apporteurs de fonds et managers, à l'instar de ce qui s'est produit sur les marchés financiers et ceci, au détriment de toutes les autres parties prenantes, en particulier les salariés qui fonctionnent dorénavant comme variable d'ajustement.

Quant au capital-risque, deuxième forme importante de *private equity*, il doit assurer des financements aux jeunes entreprises. Le capital-risque reste cependant une réponse partielle, tant du point de vue sectoriel que régional. Son expansion se déroule, en effet, de manière sélective et inégale. Les *venture capitalists* ou les *business angels* ne visent généralement que des secteurs «à la mode» comme les firmes *dot.com* ou *high tech* et où, de surcroît, les rendements futurs espérés sont particulièrement élevés (Dubocage et Rivaud-Danset, 2006). Un même phénomène est à l'œuvre s'agissant des régions. Au Royaume-Uni, par exemple, Martin et al. (2005) montrent bien à ce propos que le fait d'être localisé dans le sud-est de l'Angleterre est un sérieux avantage lorsqu'il s'agit d'obtenir du capital-risque. Les différentes formes du *private equity* ont donc leurs limites.

4.2 Les fonds durables

Les fonds durables ou l'investissement socialement responsable (ISR), dont les plus récents peuvent prendre la forme de fonds durables en *private equity*, apparaissent également comme une solution séduisante permettre d'éviter, ou en tout cas de réduire, les instabilités inhérentes au système financier actuel (Rubinstein, 2009 ; Demaria, 2004).

Bien que représentant toujours de faibles volumes sur les différents marchés financiers nationaux, le nombre de fonds éthiques/durables a considérablement augmenté ces dernières années et dans différents pays (Eurosif, 2008). La croissance des fonds durables résulte de la demande de la part des investisseurs institutionnels et en particulier des caisses de pension anglo-américaines. En outre, il semble aujourd'hui évident pour les entreprises cotées en bourse de prétendre ne pas tenir compte du développement durable dans leurs activités quotidiennes. Pour s'en convaincre, il suffit de parcourir leur communication officielle et de s'apercevoir que les problèmes sociaux et environnementaux y sont devenus des sujets récurrents. S'agissant de velléités de préserver leur notoriété ou de convictions éthiques avérées, les entreprises sont soucieuses d'afficher un comportement conforme aux exigences croissantes de la société civile. C'est dans cette dynamique qu'un virage éthique s'est lentement amorcé dans l'industrie financière. Selon nous, le développement de l'ISR amène à considérer deux types de question en lien avec la problématique de l'intermédiation financière.

D'une part, la question de l'accès à l'information et des modalités d'évaluation des placements durables persiste. Selon Demaria (2004), le traitement de l'information se fait selon un système en cascade qui se heurte à certaines limites : il s'avère que le travail des fonds éthiques/durables consiste à dupliquer des indices de référence en pondérant les valeurs selon les recommandations des agences de notation. Ces dernières – qui sont un petit nombre sur le marché mondial et dont le leader est Innovest – produisent des analyses en recourant essentiellement à des informations publiques sans véritablement mener d'études approfondies

et indépendantes, faute de moyens. Leurs recommandations dépendent ainsi des efforts de communication ciblés faits par les entreprises qui veulent mettre en avant leurs actions responsables (Notat, 2003). Dans ce contexte, les entreprises produisent des données en vue d'obtenir de bonnes notations par les agences éthiques. Dans la mesure où celles-ci établissent des classements (ranking) sans regarder les pratiques des sociétés (les audits dépendent de la bonne volonté des entreprises et sont encore très rares : Ethos, 2007), l'accent est mis sur les données quantitatives, ce qui laisse de côté les données qualitatives (choix de production, culture interne de l'entreprise par ex.).

D'autre part, la question des rendements des placements durables doit se poser en d'autres termes. Cette question est à replacer dans le cadre de la théorie financière et dans le modèle de gestion aujourd'hui dominant qui repose sur la constitution de portefeuilles à partir d'une stratégie indicielle (Rainelli-Le Montagner, 2003). Cela consiste, premièrement, à inclure toutes les positions d'un univers d'investissement donné (indice de référence) étant donné qu'il est impossible pour un portefeuille regroupant une partie des positions d'obtenir durablement un rendement supérieur à la moyenne du marché pour un moindre risque. Si tel était le cas, la courbe d'efficience serait automatiquement réajustée car les autres gérants de portefeuille s'empresseraient d'imiter le gérant ayant mis au point ce portefeuille. Deuxièmement, toujours selon cette théorie, exclure certaines entreprises ou pire, certains secteurs réduit les opportunités de diversification.

Il en découle que la meilleure attitude pour les gérants de fonds consiste à répliquer passivement l'indice de marché. De ce fait, les critères de sélection des entreprises composant les fonds durables ont évolué ces dernières années. De négative (par ex. en écartant les entreprises de tabac), la sélection des entreprises est devenue positive en analysant les entreprises également sur la base de critères extra-financiers (Zuinen, 2004) – avec les problèmes soulevés ci-dessus – et en misant de plus en plus sur l'action à l'intérieur des entreprises, par l'activisme actionnarial (engagement). C'est ce que recoupe la définition actuelle de l'ISR, à savoir l'application de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

4.3 Vers un activisme actionnarial renouvelé ?

La notion d'*activisme actionnarial* suppose que les investisseurs s'impliquent davantage dans la conduite des entreprises. Cela peut aller du simple dialogue avec les dirigeants à l'exercice des droits de vote et à la proposition en assemblée générale de résolutions relatives à des questions éthiques, sociales ou environnementales (exercice des droits d'actionnaires allant dans le sens de la *stakeholder value*) (Capelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière, 2006). La volonté, et l'intérêt, des investisseurs, notamment des investisseurs institutionnels, vis-à-vis de l'activisme actionnarial fait toutefois l'objet de diverses interprétations (voir ci-dessus). Brièvement, pour certains, les investisseurs institutionnels sont avant tout intéressés par la shareholder value (Lordon, 2000 ; Aglietta et Rebérioux, 2004) ; pour d'autres, ils cherchent à jouer un rôle de plus en plus actif au sein des entreprises (Clark et Hebb, 2004).

Il n'en demeure pas moins que la question de l'activisme actionnarial reste ouverte : se fait-il en faveur du développement durable dans le sens par exemple d'une prise en compte large des différentes parties prenantes des entreprises (outre les actionnaires, les dirigeants et les salariés, la stakeholder value dans le sens du développement durable comprend également les clients, les fournisseurs et l'ensemble des autres individus affectés par les comportements des entreprises à travers des externalités négatives, Bouba-Olga, 2005) ? De plus, le lien entre l'activisme actionnarial et l'amélioration des performances des entreprises a fait l'objet de très

peu d'études (Capelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière, 2006). Finalement, l'implication effective des actionnaires dans la gestion des entreprises pose la question de l'horizon temporel. Sur ce point, Aglietta (2009 et 2008b) prône l'implication à long terme dans les entreprises des investisseurs ayant des engagements sociaux de long terme (caisses de pension, assurances et fonds souverains). Il en découle un renoncement (temporaire) à l'exit et une participation active (voice) au sein des conseils d'administration parmi les autres stakeholders. En d'autres termes, en amenant des liquidités, les investisseurs de long terme reprendraient la place et le rôle joué par les banques dans le modèle capitaliste de type continental (Albert, 1991 ; Hall et Soskice, 2001)⁷.

Cependant, selon nous, les réflexions sur un activisme actionnarial renouvelé et de plus long terme ne peuvent faire l'impasse sur le modèle de gestion aujourd'hui dominant ainsi que sur la filière d'investissement. Nous avons vu que la diversification aboutit à une multiplication des parts des investisseurs, notamment institutionnels, au sein des entreprises et entre les différents secteurs financiarisés ainsi qu'à un allongement de la distance géographique. Outre le découplage de base permis par la liquidité, entre les fonctions d'entrepreneurs et d'investisseurs, c'est bien la complexité de la filière qui pose problème à la majorité des investisseurs, les empêchant de s'informer de manière détaillée sur leurs investissements et plus encore à voir dans quoi et où ils investissent concrètement. Parallèlement, on peut se poser la question si le renoncement à l'exit ne signifie pas un renoncement aux marchés financiers, puisque ces derniers ont été construits sur la liquidité, et non pour évaluer les activités économiques de manière pertinente (Orléan, 1999 et 2008). Si c'était le cas et si le titre une fois acheté n'était pas négociable, alors les investisseurs chercheraient à évaluer la valeur fondamentale. En d'autres termes, moins le marché est liquide et plus les anticipations se portent sur le long terme, à savoir les dividendes futurs (et non les plus-values) et la valeur « réelle » des capitaux.

En résumé, le scénario d'adaptation de la finance de marché à ses propres limites est selon nous d'emblée limité. En effet, il conserve le dispositif de base de la finance de marché, à savoir la composition de portefeuilles de titres dont les caractéristiques exclusives sont le risque et le rendement probabilisables. Les dimensions sociales ou environnementales ne sont présentes que par un choix de l'investisseur de leur donner la priorité dans la constitution du portefeuille. Cette restriction volontaire de l'univers des investissements possibles débouche forcément, sur le plan théorique, sur la constitution de portefeuilles moins performants que l'optimum. Par définition donc, ces critères restent seconds et subordonnés aux critères de risque et de rendement. Il s'ensuit, pour les investisseurs qui adoptent la théorie du portefeuille, que l'intégration de critères supplémentaires dégrade obligatoirement les performances. Cette approche s'avère structurellement rétive à l'insertion de nouvelles dimensions dans l'appréciation des investissements.

Il apparaît que la régulation ne peut pas simplement reposer sur des discours ou des mesures basées sur l'amélioration de l'éthique en finance (Dembinski, 2008). Le glissement vers le quantitatif a permis à la finance contemporaine de se désintéresser de la question de la durée, de l'engagement des acteurs et de la construction de compromis entre eux. Au-delà, ces compromis ne peuvent pas, ou plus, se faire indépendamment des régions et des nations au sein desquels ses acteurs sont actifs.

⁷ voir également Clark (2007) pour un même genre de réflexions sur la l'implication et la représentation des stakeholders dans le cadre de la gouvernance d'entreprise.

5 DISCUSSION CONCLUSIVE : VERS DE NOUVEAUX CIRCUITS COURTS ?

En conclusion, nous explorons un scénario plus radical que celui que nous propose la finance dite « durable ». En effet, le système financier centré sur la finance pourrait bien devoir faire face à la défection de la part de ses principaux clients.

Les investisseurs institutionnels tout d'abord, et parmi eux les fonds de pension, qui ont des horizons temporels à dix ou vingt ans, ne peuvent se satisfaire de marchés financiers trop volatils et surtout pas de ceux qui ne parviennent pas à garantir la conservation de la valeur des actifs sur la durée (Aglietta, 2008b). Des recherches menées récemment sur le marché suisse des infrastructures urbaines ont fait apparaître que les principaux fonds de pension suisse se sont mis à investir massivement dans de nouvelles infrastructures urbaines en direct, c'est-à-dire sans passer par les marchés financiers (à travers par ex. des parts à des fonds immobiliers), afin de stabiliser les revenus à long terme et de contourner les risques, notamment systémiques, des marchés financiers (Theurillat, 2012)

Du côté des entreprises, il était intéressant de voir le cours des actions monter sur la longue période car cela permettait d'augmenter l'endettement de manière très importante. Cependant, lorsque la hausse des cours à moyen terme n'est plus là, le problème s'inverse et elles se retrouvent surendettées. Elles pourraient dès lors se voir contraintes de vendre des parties importantes de leurs activités. Dans un tel contexte, la cotation sur les marchés peut devenir un sérieux problème et elles pourraient rechercher des solutions de gré à gré.

L'émergence des « dark pools » illustre ce phénomène de défection consécutif à la baisse des cours sur les marchés financiers. Les « dark pools » sont une nouvelle manière de désigner les marchés de gré à gré qui opèrent en dehors des marchés financiers traditionnels (over-the-counter markets) avec peu de transparence sur les prix des blocs d'actions qui sont échangés (Hardie et Maxfield, 2010). Géré par des intermédiaires financiers, ce nouveau type de plateformes est également une nouvelle forme de mise en relation entre des investisseurs et des entreprises qui conviennent des modalités des transactions (prix, volume, timing, etc.). Le développement récent de ces pratiques remet en cause l'unicité du marché, sa transparence et sa liquidité comme en témoigne une récente réaction des autorités des marchés financiers en France (AMF, 2009). Selon celles-ci, le développement des « dark pools » remet en question les règles de transparence, pré- et post-négociation, contenues dans la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, qui visait alors à « contrebalancer la fragmentation de la liquidité pouvant découler de la multiplication des lieux possibles d'exécution des ordres et assurer la qualité du processus de formation des prix » résultant du développement de marchés non réglementés.

Si la fragmentation territoriale de la liquidité peut poser problème pour les autorités de régulation, elle renvoie surtout à la problématique de la décentralisation financière et de la forme de l'articulation entre les sphères financière et réelle de l'économie. On peut, d'une part, se poser la question de la localisation de ces nouveaux marchés de négociation. Sont-ils toujours concentrés et situés dans l'espace de la global city ou au contraire, assiste-t-on à l'émergence de nouveaux espaces financiers décentralisés? D'autre part, les nouvelles formes de mise en relation des investisseurs, des entreprises et des intermédiaires posent la question des rôles respectifs des parties et de la nature des informations qui sont échangées. On pourrait à priori penser que l'on assiste à une nouvelle configuration entre les deux sphères, où les informations économiques, l'horizon temporel et les conditions de la liquidité (exit) sont reconsidérés.

De ce fait, la fragmentation territoriale des lieux et des circuits nous amène à avancer certaines hypothèses relatives à *la création de circuits de financement beaucoup plus courts*

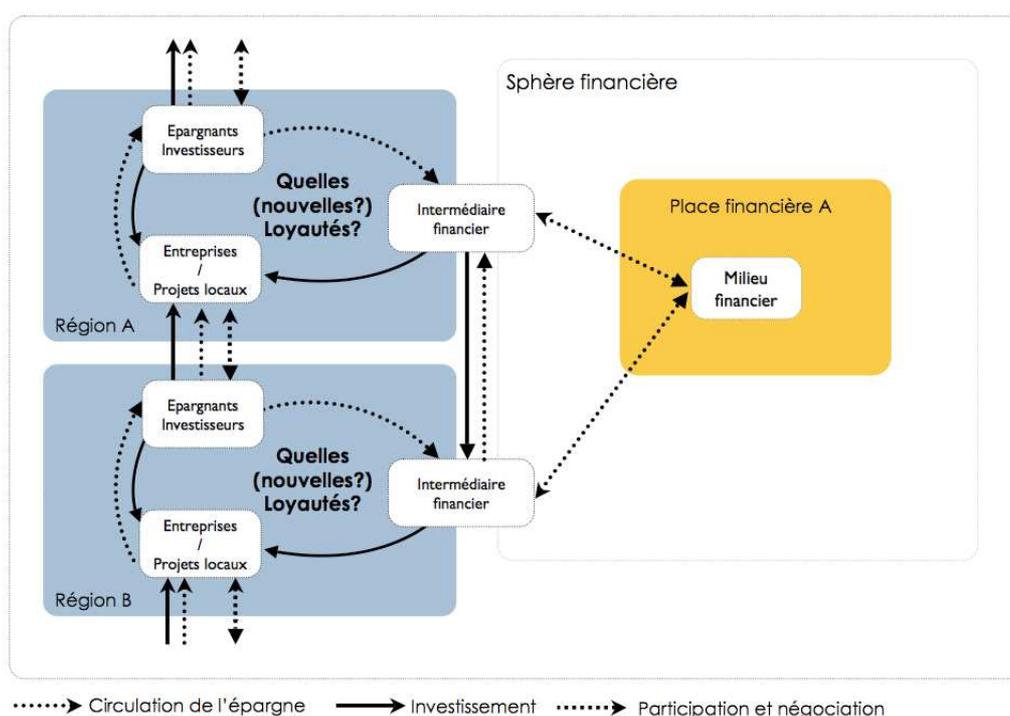
et/ou plus directs, c'est-à-dire qui ne passent pas par les marchés financiers et à dominante régionale et/ou nationale, comme système de financement durable. Cette reconfiguration du système financier n'exclut pas des relations à longue distance, mais ces derniers ne seraient plus au cœur du système. C'est, selon nous, la seule voie réellement en rupture avec une logique purement financière et dans laquelle le rapprochement entre le système financier, l'industrie et les contextes régionaux permet un meilleur développement. Ce scénario qui consiste à remettre en cause le cœur du système financier actuel, ne va bien entendu pas sans poser des questions très complexes de conception et de mise en œuvre.

Le dispositif central de l'industrie financière repose sur la distinction institutionnalisée entre l'économie réelle d'un côté, avec les problèmes concrets relatifs à la technologie, aux marchés du travail, aux ressources, aux contraintes environnementales et politiques, etc. et de l'autre la sphère financière, dont la fonction est de reconstituer en permanence des portefeuilles de titres caractérisés exclusivement par des propriétés de risque et de rendement probabilisables. Cette distinction a pour corollaire que l'investisseur n'a pas à s'occuper des autres dimensions de la vie économique. C'est ce découplage qui pourrait bien être remis en cause. Or, un re-couplage ne peut se faire que par l'instauration d'institutions qui tranchent avec la gouvernance décrite dans cet article.

De manière générale, le pouvoir de la finance de marché s'est constitué grâce à la *mobilité/liquidité* du capital et à sa capacité d'exit permanente. Il est aujourd'hui nécessaire que les détenteurs et surtout les gestionnaires de capitaux réapprennent la « loyauté », voire la « prise de parole » (la « loyalty » et la « voice » d'Hirschman, 1970), vis-à-vis des entreprises, mais aussi des régions et des nations qui les hébergent et leur permettent de se développer.

Pour le dire concrètement, on peut imaginer de reconstituer des conditions de reproduction du capital grâce à un pacte renégocié avec la société locale et nationale (Figure 4).

Figure 4: de nouveaux (?) territoires d'accumulation



Source : Crevoisier et Theurillat, 2011

De telles démarches pourraient être caractérisées par quelques points fondamentaux. Elles consistent premièrement à un renoncement consenti de la part des investisseurs à utiliser l'exit. En effet, si les épargnants et les acteurs de l'économie réelle ont perdu leur confiance dans les marchés financiers, **cette confiance ne pourra se refonder que dans une relation qui pose au départ l'interdépendance des deux sphères (réelle et financière)** et par conséquent la reconnaissance des contraintes réciproques de production et de reproduction de chacune d'elles. Elles supposent par conséquent de repenser la manière dont les acteurs financiers s'impliquent dans les projets d'économie réelle. C'est une question qui n'est pas évidente. En effet, l'industrie financière est parvenue à imposer aux entreprises de mettre à disposition des investisseurs une information économique strictement formatée afin d'abstraire les deux variables du risque et du rendement en lien avec chaque titre. Les canaux financiers ont également été calibrés pour les flux extrêmement importants et régulièrement activés sur la base des cotations en continu. Or, ce système de réallocation continue n'est simplement pas compatible avec les rythmes et les espaces de l'économie réelle.

La seule possibilité réside dans un renoncement des acteurs financiers à *l'exit* permanent et dans **la recherche de modalités conjointes entre investisseurs, entreprises et autres stakeholders pour assurer la reproduction du capital, mais bien entendu pas que la reproduction du capital.**

La réinvention de nouvelles relations entre investisseurs et entreprises (investissements), procurant des avantages aux deux parties, passe indéniablement par de **nouvelles bases de calculs**. Cette voie soulève cependant des questions quant aux objets qui feraient l'objet de négociation, quant aux acteurs qui y prendraient part et aux accords qu'ils seraient susceptibles de mettre en place, et passe également par une réflexion sur la géographie et sur les temporalités des investissements et des intervenants.

- Les objets inclus de la négociation peuvent être le rendement et la mobilité du capital, la reproduction des forces de travail, des compétences, des ressources naturelles et culturelles, des infrastructures et des services publics, etc. Où tracer la ligne ?
- Le cercle des acteurs qui seraient associés doit être défini simultanément. Les syndicats ouvriers, les associations de défense de l'environnement, etc. prendraient-ils part aux négociations et quels types d'arrangement pourraient être négociés ? Comment concrètement articuler ces accords dans le cadre des législations en vigueur ?
- Enfin, la question qui probablement regroupe toutes les autres est celle des territoires susceptibles de faire émerger de tels arrangements. En effet, le territoire actuel séparant la « global city » du reste n'est pas porteur de loyauté. Les territoires plus traditionnels de gouvernance régionaux et nationaux semblent a priori beaucoup plus propices. Cependant, ces espaces présentent certainement des capacités différenciées de ce point de vue. De plus, les différentes régions et nations ont des positionnements et des intérêts hétérogènes, comme en ont témoigné les négociations récentes du G20. Quels pourraient être les territoires les plus propices ? Les grands blocs continentaux (Amérique du Nord, Union européenne) ? Des territoires sans industrie financière d'un côté et ceux qui souhaitent préserver leurs intérêts dans ce domaine de l'autre ?

Dans un premier temps, on pourrait penser que la réflexion sur la construction de nouvelles loyautés nous ramènent vers le système d'intermédiation financière en vigueur jusqu'à la fin des années quatre-vingts. Cependant, on voit que le contexte est aujourd'hui radicalement différent, tant du point de vue des objets (par exemple l'exigence écologique qui était absente du système fordiste), des acteurs (la baisse de l'influence syndicale devra bien être compensée par d'autres corps sociaux, beaucoup plus divers, avec par exemple le rôle de plus en plus important des ONG environnementales) que des territoires (les systèmes nationaux ont éclaté

au profit de configurations beaucoup plus complexes articulant plusieurs échelles et des lieux qui ne sont pas forcément contigus).

Une approche territoriale du changement permet d'envisager l'avenir du système de financement de l'économie à partir des circuits, des acteurs et des contextes. S'il est extrêmement difficile de modifier les institutions en place à une échelle donnée, une crise ouvre de nouvelles possibilités à d'autres échelles. On peut donc raisonnablement supposer qu'aujourd'hui, de nouvelles innovations financières vont se mettre en place aux échelles locales, régionales, voire nationales pour trouver des solutions concrètes aux problèmes qui se posent. On peut ainsi poser l'hypothèse que nous sommes entrés dans une phase d'expérimentation et de modification des circuits et des pratiques financières.

Bibliographie

- Aglietta, M. (2008a), *Macroéconomie financière*, 5^e édition, Paris : La Découverte.
- (2008b), « New trends in Corporate Governance: the prominent role of the long run investor », *Competition and change*, 12 (2), 203-222.
- (2009) *Croissance et financement de long terme*, papier présenté à la Conférence LEFI, décembre, Lyon.
- Aglietta, M. et Rebérioux, A. (2004), *Les dérives du capitalisme financier*, Paris : Albin Michel.
- Albert M. (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Paris : Seuil.
- Artus P. et Pastré O. (2009). Sorties de crise. Ce qu'on ne nous dit pas, ce qui nous attend. Paris : Perin.
- Autorités des marchés financiers (AMF) (2009), *Les enjeux liés à l'émergence des dark pools et des crossing networks*, fiche de presse du 20 octobre 2009.
- Aveline-Dubach N. (2008), *Immobilier - L'Asie, la bulle et la mondialisation*, Paris : CNRS Editions.
- Bédu, N., & Montalban, M. 2009. Une analyse de la diversité géographique des opérations de *private equity* en Europe: le rôle des configurations institutionnelles. In C. Dupuy, & Lavigne S. (Eds.), *Géographies de la finance mondialisée*. Paris: La documentation française.
- Billaudot, B. (2001), *Régulation et croissance, Une macroéconomie historique et institutionnelle*, Paris : L'Harmattan.
- Boidin, B. et Zuideau, B. (2006), « Socio-économie de l'environnement et du développement durable : état des lieux et perspectives », *Mondes en développement*, vol. 34 (3), 7-36.
- Bouba-Olga O. (2005). Gouvernance d'entreprise : élargir la problématique, *Revue économique et sociale*, 2005, 69-77.
- Boubel, A. and Pansard, F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, Paris : La Découverte.
- Bourguinat, H. (2000), La finance mondiale, équilibre et turbulence, in Cabin P. (coordonné par), *L'économie repensée*, Auxerre: Sciences Humaines Editions.
- Boyer, R. (2000), « Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis », *Economy and Society*, 29(1), 111-145.
- (2009). Feu le régime d'accumulation tiré par la finance, *Revue de la Régulation*, no5, 2-34.

- Capelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière (2006). L'investissement socialement responsable, in Ferrandon B. et Montel O., *Le financement de l'économie*, Cahiers français, no 331, 70-76.
- Carrincazeaux C, Gaschet F, Becue M, (2007), "Typology of European Regions: Final Report", *working paper EURODITE: regional trajectories to the knowledge economy: a dynamic model*,
http://www.eurodite.bham.ac.uk/partners/WorkPapers/WP4/WP4b_typology.pdf
- Chavagneux C. (2007), "Le bateau ivre", *Alternatives économiques*, Hors-série n°75 : « La finance », décembre.
- Chesnais, F. (2001), « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations », Article présenté au *Forum de la régulation*, 11-12 octobre, Paris.
- Clark G. L. (2007). Governing finance: reconciling functional imperatives with stakeholder representation in financial institutions. *OUCE Working Papers*, Oxford University.
- Clark G. L. and Evans J. (1998), The Private Provision of Urban Infrastructure: Financial Intermediation through Long-term Contracts, *Urban Studies*, vol. 35 (2), 301-319.
- Clark G.L. and Hebb T. (2004), Corporate Engagement: The fifth stage of capitalism, *Industrial Relations*, 59 (1), 142-171.
- Clark G.L. and Wojcik D. (2007), *The Geography of Finance: Corporate Governance in the Global Marketplace*, Oxford: Oxford University Press.
- Clévenot M. (2008), Les difficultés à nommer le nouveau régime de croissance, *Revue de la Régulation*, no 3/4.
- Colletis, G., Auvray, T., Lavigne, S., Montalban, M., Morin, F. et Raduriau, G. (2007), « La financiarisation des stratégies : transferts de risque, liquidité, propriété et contrôle », *Cahiers du GRES*, no 9.
- Corpataux, J. and Crevoisier, O. (2005), « Increased capital mobility/ liquidity and its repercussions at regional level: some lessons from the experiences of Switzerland and UK », *European and Urban Regional Studies*, vol. 4, n° 12, 315-334.
- Corpataux, J., Crevoisier, O. and Theurillat, T. (2009), « The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds », *Economic Geography*, 85(3), 313-334.
- Crevoisier, O. (1997). Financing regional endogenous development: The role of proximity capital in the age of globalization. *European Planning Studies*, 5, 407-15.
- (1999), «Two ways to look at learning regions at the context of globalization : the homogenizing and particularizing approaches», *Geojournal*, 49, 353-361.
- (2001), « Les NTIC, le développement économique et l'espace : quelques enseignements à partir du cas du secteur financier », in Vodoz, L., *NTIC et les territoires*, Lausanne : Presses polytechniques romandes, 197-210.
- (2010), « La pertinence de l'approche territoriale », *Revue d'économie régionale et urbaine*, no 5, 5-21.
- Crevoisier O. et Theurillat T. (2011), Les territoires de l'industrie financière : quelles suites à la crise de 2008-2009 ?, *Revue d'économie industrielle*, no 134, 133-158.
- de Goede, M. (2001), « Discourses of Scientific Finance and the Failure of Long-Term Capital Management », *New Political Economy*, vol. 6, no 2, 149-170.
- Demaria C. (2004), *Finance et développement durable*, Paris : Broché.

- Dembinski, P. (2008), *Finance : servant or deceiver? : financialization at the crossroad*, Palgrave: Macmillan Basingstoke.
- Dow, S. C. (1999), « The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial Systems », in R. Martin (Ed.), *Money and the Space Economy*, New York: John Wiley & Sons, 31-48.
- Dow, S. C. and Rodriguez-Fuentes, C. J. (1997), « Regional Finance: A Survey », *Regional Studies*, 31, 9, pp. 903-920.
- Dubocage E. et Rivaud-Danset D. (2006), *Le capital-risque*, Paris: La Découverte.
- Dupuy, C. et Lavigne, S. (2009), *Géographies de la finance mondialisée*, La documentation française, Paris : Broché.
- Engelen, E. (2003), *The Fairy Tale of Pension Fund Engagement*, Comments on Clark & Hebb "Understanding Pension Fund Corporate Engagement in a Global Arena" available at: <http://www.fmg.uva.nl/amidst/object.cfm?objectID=45DF0517-EE71-4F5E-823E803B3AA8B6C8>
- Engelen E., Konings M. and Fernandez R. (2010), Geographies of Financialization in Disarray: The Dutch Case in Comparative Perspective, *Economic Geography*, 86 (1), 53-73.
- Ethos (2007), *Reporting environnemental et social des sociétés suisses*, janvier, Genève.
- Eurosif (2008). *European SRI Study 2008*. Paris : Eurosif.
- French S., Leyshon A. and Wainwright T. (2008), *Financializing space*, Paper presented at ESRC *Financialization of Competitiveness Seminar*.
- Frigant V. (2000), *Coordination des relations verticales et proximité: une analyse des défaillances interfirmes selon le modèles défection / prise de parole*, Thèse de doctorat, Bordeaux : Université Montesquieu.
- Gertler M. S. (2010), Rules of the Game: The Place of Institutions in Regional Economic Change, *Regional Studies*, 44 (1), 1-15.
- Gillan, S.L. and Starks, L.T. (2003) Corporate Governance, Corporate Ownership and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective, *Journal of Applied Finance*, 13, 4-22.
- Golding, T. (2003) *The City: Inside the Great Expectations Machine*, 2nd ed., London: FT/Prentice-Hall.
- Hall P. A. and Soskice D. (2001), An Introduction to Varieties of Capitalism, In: Hall, P.A.; Soskice, D. (Eds.): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford Univ. Press, 1-68.
- Hardie, I. and Maxfield, S. (2010), « What does the global financial crisis tell us about Anglo-Saxon financial capitalism? », Paper prepared for Workshop on the Financial Crisis, EMU and the Stability of Currencies and the financial System, University of Victoria.
http://web.uvic.ca/jmc/events/2010-09-financial-crisis/pdf/Oct2,2010-Panel_A-Iain_Hardie,Sylvia_Maxfield-UVic-Financial_Crisis.pdf
- Harmes, A. (1998), Institutional investors and the reproduction of neoliberalism, *Review of International Political Economy*, 5 (1), 92-121
- Harvey, D. (1982), *The limits to capital*, University of Chicago Press, Chicago.
- Hendry J., Sanderson P., Barker R. G. and Roberts, J. (2006), "Owners or traders ? Conceptualizations of institutional investors and their relationship with corporate managers", *Human Relations*, 59 (8), 1101-1132.

- Hirschman, A. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge: Harvard University Press.
- Hugon, P. (1990), « La finance non-institutionnelle: expression de la crise du développement ou de nouvelles formes de développement », in Lelart M., *La Tontine*, Paris : Editions AUPELF-UREF, 309-321.
- Klagge, B. and Martin, R. (2005), « Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? », *Journal of Economic Geography*, vol. 5, n° 4, 387-421.
- Lavigne, S. (2005), *L'industrie des fonds de pension : les investisseurs institutionnels américains*, Paris : L'Harmattan.
- Leyshon, A. and Thrift, N. J. (1997), *Money/space: Geographies of monetary transformation*. London: Routledge.
- Lordon F. (1997), *Les quadratures de la politique économique : Les infortunes de la vertu*, Paris : Albin Michel.
- (2000a), *Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie actionnariale*, Paris : Editions Raisons d'Agir.
- (2000b), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique : généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, vol. 4, 117-165.
- (2001), « Finance internationale : les illusions de la transparence », *Critique internationale*, n° 10, 6-11.
- (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises*, Paris : Raisons d'agir.
- Markowitz, H. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, London: J. Wiley.
- Martin, R. and Minns, R. (1995), « Undermining the Financial Basis of Regions: The Spatial Structure and Implications of the UK Pension Fund System », *Regional Studies*, vol. 29, n° 2, 125-144.
- Martin, R., Berndt, C., Klagge, B. and Sunley, P. (2005), « Spatial Proximity Effects and Regional Equity Gaps in the Venture Capital Market: Evidence from Germany and the UK », *Environment and Planning A*, vol. 37, n° 7, 1207-1231.
- Minsky H.P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74*, May.
- Morin, F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital. Analyse, prospective et comparaisons internationales* (Paris: Editions de Bercy).
- (2006), *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Paris : Seuil.
- Morin, F. and Rigamonti, E. (2002), Evolution et structure de l'actionnariat en France, *Revue Française de Gestion*, 28 (141) : 155-81.
- Moureau, N. and Rivaud-Danset, D. (2004), *L'incertitude dans les théories économiques*, Paris : La Découverte.
- Nappi-Choulet I. (2009), *Les mutations de l'immobilier : de la finance au développement durable*, Paris : Autrement.
- Notat N. (2003). La responsabilité sociale des entreprises, *Futuribles*, no 288, 11-28.
- O'Brien, R. (1992), *Global financial integration: the end of geography*, London: Royal Institute for International Affairs.
- Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris : Odile Jacob.

- (2000), « L'individu, le marché et l'opinion : réflexions sur le capitalisme financier », *Esprit*, n° 269, novembre, pp. 51-75.
- (2004), « La bourse est-elle au service de la production ? », *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2003-2004*, pp. 51-58.
- (2008), « Les croyances et représentations collectives en économie », in Bernard Walliser (éd.), *Économie et Cognition*, Éditions Ophrys et Maison des Sciences de l'Homme, coll. "Cogniprismes", 173-197.
- Peck J. and Theodore N. (2007), Variegated capitalism, *Progress in Human Geography*, 31(6), 731–772.
- Pollard, J. (2003), « Small firm finance and economic geography », *Journal of Economic Geography*, vol. 3, n° 4, 429-452.
- Rainelli-Le Montagner, H. (2003), *Nature et fonctions de la théorie financière*, Paris : PUF.
- Rorty, R. (1979), *Philosophy and the Mirror of Nature*, Princeton: Princeton University Press.
- Rubinstein R. (2009). *Sustainable private equity poised to boom*, World forum Lille, <http://world-forum.consoglobe.com/?p=804>.
- Sainteville, M. 2019. *Structuration, oranisation et territorialisation de l'espace économique par l'activité boursière, ses flux et ses réseaux*. Paris: Thèse de doctorat, Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne.
- Sapir, J. (2000), *Les trous noirs de la science économique*, Paris : Albin Michel.
- Sassen, S. (1991), *The Global City*, Princeton: Princeton University Press.
- Sauvage, G. (1999), *Les marchés financiers, Entre hasard et raison : le facteur humain*, Paris : Seuil.
- Schinasi G. J. (2006), *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, Washington DC: FMI.
- Simon Y. et Mannai S. (2001), « Titres (Évaluation des) », in Jessua C., Labrousse C. Vitry L. et Gaumont D. (direction), *Dictionnaire des sciences économiques*, Paris : PUF.
- Theurillat, T. (2009), « Le développement durable: un antidote à la crise financière? », *Revue économique et sociale*, vol. 67, juin, 167-172.
- (à paraître), « La ville négociée: entre financiarisation et durabilité », *GES*
- Theurillat, T.; Corpataux, J. and Crevoisier, O. (2008), « The impact of institutional investors on corporate governance: A view of Swiss pension funds in a changing financial environment », *Competition and Change* 12, 307–27.
- (2010), « Property sector financialisation: the Case of Swiss Pension Funds (1992-2005) », *European and Planning Studies*, 18 (2), 189-212.
- Torrance M. I. (2008), Forging Glocal Governance? Urban Infrastructures as Networked Financial Products, *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 32 (1), 1-21.
- (2009), The Rise of a Global Infrastructure Market through Relation Investing, *Economic Geography*, 85 (1), 75-97.
- Watson, M. (1999) « Rethinking Capital Mobility, Re-regulating Financial Markets », *New Political Economy*, 4 (1), 55-75.
- Yeung-H.W.-C. (2002), “The limits to globalization theory: A geographic perspective on global economic change”, *Economic-Geography*, 78(3), 285-306.

Zeller C. (2008a), The power of finance and uneven development, *Espace – Working Paper Series*, Geographisches Institut der Universität Bern, 3.

(2008b), Uneven financial flows in the global economy, *Espace- Working Paper Series*, Geographisches Institut der Universität Bern,4.

Zuinen N. (2004). *Financement des entreprises pour un développement durable*, Bureau fédéral du Plan, Bruxelles.