Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 65 (2007)

Heft: 4: Échelles et enjeux de la ville ; Essentiel de la finance 2007

Artikel: La révolution financière atteint toutes les entreprises : faut-il s'en plaindre?

Autor: Thesmar, David

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-141998

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 07.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

LA RÉVOLUTION FINANCIÈRE ATTEINT TOUTES LES ENTREPRISES. FAUT-IL S'EN PLAINDRE?

DAVID THESMAR[1]
Professeur associé de finance et d'économie, HEC Paris
thesmar@hec.fr

> Cet article retrace, depuis le système de Bretton Woods, les étapes vers le phénomène de mondialisation marqué par une internationalisation des mouvements financiers au travers notamment les fonds de pension. Il interroge les conséquences de nouveaux types d'actionnariats sur les entreprises, particulièrement les entreprises familiales, favorisés par des techniques financières innovantes, et pointe les conséquences sur les directions, les résultats et les personnels. En se basant sur des études empiriques, l'auteur soutient que les techniques actuelles de financement des entreprises présentent des avantages tant au niveau économique que social.

L'évolution et les mutations du capitalisme financier mondial ont suscité l'apparition de «nouveaux animaux». Nés dans les années septante ou quatre-vingt aux Etats-Unis, les fonds d'investissement donnent aujourd'hui l'impression d'être omniprésents, tant ils sont exigeants et demandent des comptes. Beaucoup d'observateurs s'en inquiètent. L'analyse conduite ici consiste plutôt à mesurer leur action dans une perspective à moyen terme – le temps d'une décennie – et dans une vision largement détachée de la crise actuelle.
L'industrie financière a en effet profondément évolué depuis l'immédiat après-guerre. A cette époque, le consensus de Bretton Woods s'est donné pour objectif de remettre en marche le commerce international. Les marchés des biens et des services ont pris peu à peu la voie de l'intégration et de l'interpénétration. En revanche, très peu d'échanges se sont opérés sur le marché des capitaux qui, pour ainsi dire, avaient disparu après la première guerre mondiale. A cette époque, chaque pays assure le contrôle de ses changes et les Etats d'Europe de l'Ouest s'emploient seulement à assurer la convertibilité de leur monnaie en dollars.

---

1 David Thesmar est polytechnicien et Docteur en Science économique. Il a commencé sa carrière à l'INSEE, l'institut statistique français, en tant que chercheur, enseignant et conjoncturiste. Il a enseigné l'économie dans diverses institutions (Ecole Polytechnique, Ecole d'Economie de Paris, London School of Economics). Depuis 2005, il est professeur associé en finance à HEC Paris. Ses thèmes de recherche portent sur le gouvernement d'entreprise, la finance des investisseurs non rationnels, l'étude des réformes financières. Ses travaux sont parus dans les grandes revues internationales de finance et d'économie (Quartely Journal of Economics, Econometrica, Journal of Finance). David Thesmar tient une chronique dans le quotidien économique français «Les Echos». Il est l'auteur avec Augustin Landier du «Grand méchant marché», publié en 2007 chez Flammarion. A 35 ans, il vient de recevoir le prix du Meilleur jeune économiste français décerné par le quotidien «Le Monde» et le Cercle des Economistes.

«CONVULSIONS» DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Les années septante sont vécues comme une époque de «convulsions» du Système Monétaire International (SMI), au cours de laquelle apparaissent les embryons des mouvements financiers actuels. Les chocs pétroliers ont pour conséquence un ralentissement de l'économie mondiale, qui force de nombreux pays européens – la Grande-Bretagne, la France et l'Italie en tête – à se replier sur eux-mêmes, afin d'empêcher la fuite des capitaux et protéger leur monnaie. On assiste alors à la segmentation du capitalisme mondial et, en même temps à l'émergence de nouveaux mouvements financiers. La concentration de l'argent est aussi provoquée par l'apparition des pétrodollars. Dès lors, beaucoup d'argent est prêt à s'investir sur les marchés des capitaux. Les fonds de pension américains deviennent des acteurs mondiaux de premier plan, qui ne peuvent plus se concentrer sur le seul territoire des Etats-Unis, mais doivent franchir les frontières.

EN ROUTE VERS LA MONDIALISATION

Les années 80 marquent le démarrage de mouvements financiers plus dynamiques, simultanément dans plusieurs pays, dont la France en 1983, deux ans seulement après l'avènement d'un gouvernement de gauche. Peu à peu, les Etats européens décident de tout libéraliser, poussés par les forces créées par l'innovation technologique. Le lancement des bourses électroniques permet un fonctionnement «en rideau» des investisseurs. Les financiers commencent à agir dans plusieurs pays grâce à une certaine stabilité monétaire illustrée, par exemple, par la parité franc/deutsche mark. C'est précisément à ce moment-là que le système financier se développe et s'internationalise. La mondialisation financière aura pour effet d'assurer une abondance de capital et d'entraîner la forte mise en concurrence des investisseurs. Les entreprises en quête de croissance peuvent désormais faire appel à de multiples acteurs. Mais ces entreprises sont elles-mêmes de plus en plus en concurrence. Elles devront donner des gages aux actionnaires pour lever des fonds, et apprendre à rendre des comptes. Une certaine tension s'installe entre différents flux financiers. Comme l'industrie à l'aube des années 80, la finance réalise au début des années nonante, une restructuration complète avec l'apparition d'activités de sous-traitance. La gestion d'actifs est déléguée à des structures de plus en plus petites, et de plus en plus spécialisées.

NOUVEL ACTIONNARIAT

Pour financer leur développement et permettre la «sortie» de leurs fondateurs, les entreprises font de plus en plus appel à des capitaux extérieurs. Omniprésents, les acteurs financiers ne sont plus les représentants d'une famille, d'une banque, ni même d'un groupe financier. Ce nouvel actionnariat s'intéresse peu au projet industriel en lui-même. Son objectif premier est une rentabilité maximale qu'il va imposer aux dirigeants. Une révolution organisationnelle est en marche, déclenchée par le décloisonnement du marché des capitaux. En France, un changement massif est ainsi intervenu dans la structure de propriété des entreprises, avec en quelques décennies, la part des ménages qui se réduit à 60%, laissant place à d'autres opérateurs.

Deux types d'actionnaires financiers s'imposent désormais dans le paysage. Les actionnaires passifs, a priori peu gênants dans les entreprises non cotées, dont l'influence peut, en revanche, s'avérer non négligeable dans les entreprises cotées. Ainsi, lors du départ d'un

actionnaire minoritaire, le risque d'OPA et la chute des cours de bourse sont accentués si le capital n'est pas entièrement sous contrôle.
L'autre levier d'influence est exercé par les actionnaires financiers «activistes». Les fonds de *private equity* et les fonds de LBO mettent la main sur des sociétés, cotées ou non cotées, parfois de très grande taille. La palme revient à la texane TXU dont la capitalisation boursière a atteint 40 millions de dollars lors de l'arrivée des fonds de LBO. On recense aussi les *hedge funds* dits «activistes», qui prennent une participation minoritaire et forcent la direction générale à changer son comportement. L'actualité a mis récemment en scène un tel exemple, celui «des criquets» qui se sont abattus sur la bourse allemande. L'arrivée de ces nouveaux investisseurs dans la vie de l'entreprise a pour conséquences des mutations rapides et visibles.
Elle n'est plus la «chose» de son dirigeant, et son projet industriel intéresse moins les financiers que la rentabilité «à tout prix». Le renforcement du poids des financiers dans l'actionnariat amène à poser un certain nombre de questions. Faut-il se plaindre de cette évolution? La stratégie industrielle à long terme est-elle en péril? Les employés sont-ils en danger? Le dirigeant lui-même est-il en danger?

RÉFÉRENCE DE L'ENTREPRISE FAMILIALE

Des réponses sont apportées par la recherche académique récente sur le comportement des entreprises familiales, comme sur celui des entreprises aux mains d'acteurs financiers. Des études sont actuellement conduites sur l'effet des LBOs, de la pression boursière, des OPA hostiles et sur l'entrée de *hedge funds* activistes au capital des entreprises. Globalement, les entreprises familiales se révèlent moins soumises aux exigences de rentabilité. Aujourd'hui encore, elles constituent l'essentiel des entreprises dans le monde, même parmi celles cotées en bourse. Une étude réalisée au niveau mondial par des chercheurs d'Harvard a, dès les années nonante constaté que les vingt premières capitalisations boursières étaient dans la plupart des pays, le plus souvent des sociétés familiales. Actuellement, en France, près de moitié des quarante premières capitalisations boursières restent encore familiales. Et aux Etats-Unis, un tiers des cinq cents plus grandes capitalisations appartiennent toujours à une famille ou un caractère familial, leur fondateur étant toujours présent. L'exemple le plus marquant est celui de Microsoft. Un travail collectif (Sraer, Université de Berkeley et Thesmar HEC Paris) consacré aux entreprises familiales, est en cours de réalisation. Fondée sur des analyses économétriques, une partie de l'étude s'intéresse à ces entreprises qui, appartenant d'abord à une famille, sont reprises dans un deuxième temps de leur histoire par un *hedge fund*. Une seconde partie analyse leurs mutations par rapport à des entreprises qui n'ont pas connu «le choc» de l'entrée d'un ou plusieurs *hedge funds*. D'une façon générale, les études américaines et françaises s'accordent pour reconnaître une meilleure rentabilité à ces entreprises. En moyenne, elles affichent une rentabilité opérationnelle supérieure de 1 à 2 points par rapport à celle des autres entreprises. Ce constat donne lieu à deux interprétations.
L'entreprise familiale apporte une visibilité de long terme aux créanciers et aux employés, la dette est moins chère, et la main d'oeuvre plus stable. Le «long termisme» donne de la sécurité aux employés tout en permettant à l'entreprise de leur verser des salaires un peu plus faibles. Les salariés sont assurés d'un emploi plus sûr et d'une meilleure visibilité dans

leur carrière. Par ailleurs, du point de vue des créanciers, les taux d'intérêt payés sont significativement plus faibles. Ainsi, dans ce schéma, le coût du travail moins cher se combine au coût du capital moins élevé.
Dans cette logique, le court terme peut être sacrifié. Au regard d'un «biais de sélection», des nuances pourraient être apportées à ce tableau très positif. En fait, les héritiers ne gèreraient que les «bonnes» entreprises familiales. Reste que le sujet est toujours débattu. D'aucuns pensent à l'inverse que l'entreprise familiale n'apporte pas les meilleurs rendements à ses actionnaires. Abstraction faite du risque, les rendements boursiers des entreprises familiales ne sont pas exceptionnels. Au final, le principal attrait des entreprises familiales serait leur stabilité.

SUCCÈS DU LBO

Qu'en est-il de l'autre catégorie, celle des entreprises familiales passées sous contrôle financier? L'explosion du LBO en Europe a été très forte ces dernières années. En 2006, cette industrie assez jeune a cumulé quelque 71 milliards d'euros d'investissement. Des flux qui représentent un point de PIB et seulement 10% des investissements totaux des entreprises. Le LBO conduit au rachat de l'entreprise par un fonds d'investissement et la direction générale, partie prenante aux côtés de l'investisseur financier. Elle entraîne un endettement massif, moyen largement employé pour mettre en oeuvre la restructuration. Alors d'où vient le succès de ces techniques de reprise qui n'impliquent ni un effet de levier financier, ni une optimisation fiscale?
Selon plusieurs études américaines et françaises, la vraie clé du succès résiderait dans la forte amélioration du résultat d'exploitation et l'accroissement de la productivité, car l'entreprise en profite pour se «débarrasser» de ses actifs non rentables. L'autre raison s'explique par le rôle clef de l'intéressement des dirigeants, devenus de véritables «clones» de l'actionnaire pour mener à bien les restructurations. Mais à nouveau, faut-il s'en plaindre?

DOIT-ON CRAINDRE LES LBOS?

Pendant longtemps, les seules études consacrées à ce sujet ont été réalisées aux Etats-Unis, dans les années 80 sur des PME. Elles relèvent une forte amélioration de la rentabilité opérationnelle. Celle-ci n'est pas obtenue par une croissance des profits mais par une augmentation de l'excédent brut d'exploitation qui s'explique par la vente des actifs inutilisés. Ce mouvement a permis de rendre du capital à des fonds de capital-risque, qui l'ont investi ailleurs, dans des pays en développement. On assiste alors à une réallocation du capital au niveau mondial.
Ce mouvement n'a pas eu de conséquences sur les emplois, ni entraîné des destructions de postes de travail. Il s'est soldé en général par une augmentation des salaires, créant même un contraste inattendu entre la restructuration et le développement qui a suivi. De même, les effets furent très faibles en termes d'investissement, les cessions ayant entraîné des recentrages. Résultat, pour l'économie dans son ensemble, ces opérations de LBO se sont traduites par une réallocation du capital vers les firmes qui en avaient le plus besoin. Le recul des emplois constaté à cette époque tient à des raisons sectorielles (vieillissement de certaines activités) qui ont affecté des entreprises non concernées par des LBOs.
Récemment terminée, une étude française (Boucly, Sraer et Thesmar) – accessible prochai-

nement sur le site internet *www.hec.fr/thesmar* – porte sur les LBOs réalisés en France entre 1994 et 2004. La méthode consiste à suivre l'entreprise dans le temps, et à la comparer à une «jumelle». Sur la période, les chercheurs ont constaté une nette amélioration de la performance comptable. Celle-ci est le fruit d'une gestion optimale du besoin en fonds de roulement car le montage financier (LBO) mis en place, conduit une entreprise à dégager plus de stock et à payer plus tard ses fournisseurs. L'effet sur l'emploi se traduira en moyenne par une création de places de travail, de l'ordre de 20% (mais il sera moindre en cas de *spinoff*). Une sensibilité au risque qui s'accroît de 50% est encore un enseignement de cette étude. A la stabilité, qualité principale de l'entreprise familiale, le LBO substitue donc plus de performance, mais aussi plus d'incertitude.

PRESSION BOURSIÈRE EN PLUS

Avec la bourse, d'autres paramètres entrent en jeu. Dans un premier cas de figure, les actionnaires passifs d'une société cotée peuvent décider de vendre. Ce choix conduira, soit à des pressions destinées à doper le cours de bourse, soit à une menace accrue d'OPA. L'autre cas est celui du management, qui même sans l'arrivée d'un nouvel actionnaire, garde l'œil rivé sur le cours de bourse de l'entreprise.

Là encore, faut-il s'en plaindre? Une étude américaine (Bertrand, Mullainathan) s'est intéressée à ce qui se passe lorsque l'entreprise cesse d'avoir à regarder son cours de bourse. Différentes lois ont été votées, – «*Business Combination Laws*» – aux Etats-Unis pour freiner les OPA hostiles. Résultat, les entreprises affectées n'ont plus craint les raids hostiles. Mais ces lois n'ont pas eu d'effet sur la croissance de l'emploi, ni sur celle du chiffre d'affaires, et les sociétés concernées ne sont pas devenues plus grandes ni plus puissantes.

L'étude, qui a pu s'exercer en différents points du territoire américain grâce à une entrée en vigueur non simultanée des lois anti-OPA hostiles, a également mis en évidence une nette baisse de la productivité et une augmentation des salaires des «cols blancs» et du patron. A une performance en recul s'est ajouté le manque d'ajustement aux fluctuations du secteur. Le mouvement naturel de création/destruction d'établissements s'est ainsi figé. En renversant la situation, l'enseignement tiré de ce travail reviendrait à dire que l'amélioration de la performance de l'organisation passe par plus de volatilité, comme dans les entreprises passées par une opération de LBO. Une autre étude américaine (Baghat, Shleifer, Vishny) a passé au crible les entreprises cibles d'une OPA hostile dans les années 80. Les conséquences de ce mouvement s'avèrent aisément mesurables. En termes d'emploi, une partie de la plus-value (30 %) a été réalisée grâce à d'importantes réductions d'emplois dans des secteurs économiques sinistrés. Mais l'essentiel (70%) provient d'un recentrage plus efficace. Cependant, les cas de raids hostiles restent rares au regard de l'ensemble des mouvements qui touchent la vie des entreprises.

LE CAS DES FONDS «ACTIVISTES»

Les fonds «activistes» – qui représentent 5% seulement des investisseurs financiers – choisissent en priorité des sociétés cotées en bourse. Récemment, Deutsche Börse, ABN Amro ont ainsi fait les frais d'acteurs comme TCIF (*The Children's Investment Fund*) ou Centaurus Capital. Leur approche est de prendre entre 5 et 15% du capital, pour environ 3-6 mois. D'une façon générale, comme tous les *hedge funds*, ils cherchent les anomalies et ne s'inté-

ressent que de très loin à la gestion de la firme. Leur principale action est de transformer le patron en leur propre «clone», en lui apportant beaucoup d'actions et de stock-options, et en le laissant agir ensuite.

Plusieurs changements s'opèrent après l'arrivée de fonds «activistes». La plus-value doit être importante et se refléter rapidement dans le cours de bourse. Ce qui conduit à forcer l'entreprise à une OPA hostile et à la faire accepter, au recentrage avec une découpe des activités, ou à la contraindre de rendre le cash aux actionnaires quand elle en a trop.

Un fonds «activiste» veillera aussi à empêcher le contrôle rampant d'un actionnaire minoritaire, jugé néfaste pour l'entreprise. Il pourra encore changer la gouvernance (le conseil d'administration, le patron). Mais son effet n'est pas vraiment mesuré. Une étude statistique (Brav, Jiang, Partnoy, Thomas), qui n'a pas encore été publiée, passe en revue 888 cas américains, soumis à des fonds «activistes». Elle relève que la manoeuvre a réussi deux fois sur trois, entraînant une amélioration durable de la valeur de 5 à 7% (seulement dans le cadre d'une OPA de recentrage). Quant au cours de bourse, il ne redescend qu'au départ du *hedge fund*. Cette amélioration est directement liée à une amélioration de la performance opérationnelle. Le seul risque va concerner le patron et l'équipe dirigeante. Dans ce schéma, le projet industriel ne semble pas en danger, ni l'emploi. Le vrai précaire est bien le patron.

LE CAS D'UNE SMALL CAP

Le cas d'Orpea, *small cap* française qui a racheté le 16 octobre 2003 une part de 32% du capital de son concurrent Medidep, est représentatif du pouvoir d'action que peut exercer un actionnaire financier «activiste».

L'histoire entre ces deux caisses de retraite concurrentes commence en avril 2003 avec l'arrivée du PDG d'Orpea à la présidence du conseil de surveillance de Medidep. Rapidement, la société déçoit les marchés, car elle est peu rentable et la croissance de son activité reste faible. Les minoritaires soupçonnent même un conflit d'intérêt de la part d'Orpea. Malgré les pressions, le PDG de cette dernière refuse de vendre. Le directeur financier de Medidep est nommé au propre directoire d'Orpea.

Deux ans plus tard, en avril 2005, les *hedge funds* Amber, Mellon, et Centaurus acquièrent 40% du capital, au prix de 26 euros par action. Lors de l'assemblée générale du 21 juin 2005, le PDG d'Orpea est contraint à la démission du conseil de surveillance de Medidep, sous la pression exercée par les représentants des petits actionnaires. Il vendra, dès le lendemain, l'ensemble de ses titres Medidep. L'arrivée des fonds «activistes» pourrait, au regard de ce cas, revêtir les allures d'un conte de fée du capitalisme moderne.

POUVOIR DES POISSONS NETTOYEURS

En conclusion, on peut dire que le capitalisme moderne permet aux entreprises de trouver plus facilement des capitaux, de développer leurs investissements, de gagner en productivité et en rentabilité. Grâce à l'action des poissons nettoyeurs que sont les LBOs et les fonds de *Private Equity*, qui apportent des liquidités, on assiste à une meilleure allocation des capitaux et à une reconsolidation de l'industrie.

Mais le capitalisme moderne a aussi des effets pervers: le travail des patrons est devenu plus compliqué avec l'obligation de rendre des comptes. Ils sont en quelque sorte devenus les nouveaux précaires. Quant aux salariés, ils sortent, en moyenne, gagnants de ces opéra-

tions, même si les ajustements sur l'emploi sont plus violents et la visibilité moins grande sur les carrières. Le capitalisme moderne a engendré, de façon intrinsèque, l'accroissement du rendement et celui du risque. Dans ce contexte, le rôle de la bourse doit jouer à plein, en permettant aux entreprises de prendre des risques tout en protégeant les investisseurs. Le risque est également supporté par les salariés et les clients, comme le confirme une étude réalisée conjointement (David Thesmar, Paris, MatthiasThoenig, Genève).
Ainsi, les entreprises devront s'adapter à un environnement financier dans lequel les LBOs tiennent une place grandissante. Leur succès est basé sur l'amélioration de la rentabilité opérationnelle et la révolution qu'ils impliquent dans l'organisation. Avec une pression boursière qui est là pour durer, même si les raids hostiles sont devenus minoritaires, le financement par capitalisation s'impose comme un nouvel outil. D'autant que le combat de *hedge funds* «activistes» se vend bien dans l'opinion.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY, and R. THOMAS, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, mimeo Duke University, disponible à http://faculty.fuqua.duke.edu/%7Ebrav/papers.html

M. BERTRAND, and S. MULLAINATHAN (2003) *Enjoying the quiet Life ? Corporate Performance and Managerial Performance*, Journal of Political Economy

M. BERTRAND, A. SCHOAR and D. THESMAR (2007), *Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence From the 1985 French Banking Act*, Journal of Finance

S. KAPLAN (1989), *The Effects of Management Buyouts On Operating Performance and Value*, Journal of Financial Economics

F. LICHTENBERG, and D. SIEGEL (1990), *The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behaviour*, Journal of Financial Economics

D. SRAER and D. THESMAR (2007), *Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence From the French Stock Market*, Journal of European Economic Association

M. THOENIG and D. THESMAR (2004), *Financial Development and The Rise in Uncertainty*, mimeo HEC et Université de Genève, disponible à www.hec.fr/thesmar

Questions - Perspectives

La check-list qui suit est un support à la décision. Elle vous offre la possibilité de faire un «tour de contrôle» de votre situation et de mettre à profit les éléments abordés dans l'article ci-dessus.

> Les nouvelles formes du capitalisme financier ont beaucoup de bons côtés, pour les investisseurs mais aussi pour les travailleurs.
> Les LBO ne constituent pas une menace pour le projet industriel des entreprises.
> Les entreprises sous LBO créent davantage d'emplois, les salaires y augmentent plus vite.
> Les hedge funds «activistes» créent de la valeur dans le long terme.

> La crainte d'une OPA hostile ne force pas systématiquement les entreprises à se séparer de leurs travailleurs – surtout non qualifiés.

> En revanche, les nouvelles pressions financières poussent les entreprises à s'adapter de plus près aux évolutions sectorielles, ce qui conduit à une augmentation du risque pour les salariés.

> Les entreprises familiales trouvent leur force dans une gestion plus protectrice de leur force de travail, même si elles paient des salaires plus faibles que la moyenne.

> Le capitalisme financier est plus efficace, équitable et généreux avec les salariés que le capitalisme familial. Mais il reporte une partie du risque sur les salariés, et de la pression sur le management.

> Le modèle des LBOs est là pour durer. Celui des hedge funds aussi, car ils constituent de véritables innovations organisationnelles et financières.

> Les actionnaires «activistes» resteront aussi: leur combat se vend bien auprès de l'opinion, d'autant que la part des fonds de pension est vouée à augmenter.