

Criza financiară la cumpăna dintre secolele XX și XXI și guvernanta întreprinderii



Niculae Feleagă

Profesor universitar doctor

Academia de Studii Economice București

***Abstract.** The various companies, originating in different countries, have been approaching the corporate governance issues starting early in time. Nowadays, these issues have changed in dimension due to an exponential growth of the financial globalization, the involved companies' faith being directly linked to the stock market support or critics. Whenever corporate governance is being mentioned within a conference, a paper, or generally in media, each one of us knows that it concerns a company's control and leadership mechanisms, also concerning the investors' trust, the accountability and behaviour of the entity's managers within the social affairs. The capitalism hasn't stopped evolving during its long history. The last decade corresponds to the transition towards a new type of capitalism, marked by the domination of the finance and knowledge-based economy. During the last years, corporate governance has been the center of a passionate debate. The governance codes and policies have been adopted both at a national and international level, with the purpose of better protecting the shareholders' interests and/or the involvement of the stakeholders. The good corporate governance practice lays within the answer to a fundamental question: „which is the path for a company x, in a y business environment, to be able to accomplish, in a optimal manner, its main objective: generating and distributing wealth?”.*

Key words: the way in which shareholders act to encourage best practice; corporate governance failure; ethical behaviour in business; shareholder activism; hedge funds.



1. Introducere

Conceptul de guvernanta întreprinderii vizează reguli și principii promulgate de guvern și de profesioniști, cu scopul de a restabili încrederea investitorilor și asigurarea transparenței: obligațiile de certificare, independența administratorilor, protecția drepturilor acționarilor, în special cei minoritari.

Dreptul societăților și autoritățile de reglare a piețelor financiare conduce la o serie de reglementări ce realizează un echilibru între diferitele interese ale părților participante în activitățile dezvoltate de o societate. Regulile sunt adesea stabilite la scară națională, în funcție de conceptul de societate care este folosit: o entitate pentru care acționarii

sunt proprietari sau o comunitate socială care este caracterizată prin solidaritate?

Analizele despre noua economie mondială, la cumpăna dintre milenii, domină judecățile economice care fundamentează noile noastre încercări de a clarifica problemele guvernantei întreprinderii. Modelul american de guvernanta are întâietate nu numai prin faptul că deschide pârta acestui subiect extrem de interesant și pe tot atâta de controversat. Complementar, era necesară o scurtă incursiune a prezentării caracteristicilor altor sisteme de guvernanta, la nivel european și mondial. Cum evoluțiile exponențiale ale guvernantei apar în contextul marilor

crize, am simțit nevoia dezvoltării, într-un capitol distinct, a antecedentelor și prezentului în jurul noului capitalism, studiului eșecurilor financiare de la începutul secolului al XX-lea și expunerii unor considerații din voluminoasa lecție Enron. Ca o consecință, se căutau ideile punerii în cauză a sistemului de guvernanta a întreprinderii excesiv de axat pe piețele financiare. Reflecțiile finale sunt în fapt câteva considerații referitoare la întreprindere și la guvernanta întreprinderii.

2. Noua economie mondială în jurul Statelor Unite ale Americii

Așa după cum Londra a subminat Amsterdamul, pentru a-i lua locul de oraș dominant al economiei mondiale, în secolul al XVIII-lea, la fel New York și „lumea nouă” au rivalizat Londra, ocupându-i poziția în mod progresiv, ceea ce face ca Europa să devină treptat „lumea veche”. Această retragere continuă a puterilor europene în profitul Statelor Unite s-a accentuat pe tot parcursul secolului al XX-lea, prin intermediul unei serii de evenimente care s-au constituit în tot atâtea etape semnificative: războaiele mondiale, în special cel din 1914-1918, au fost în esență războaie intra-europene, care au condus la o slăbire, uneori iremediabilă, a națiunilor beligerante; decolonizarea care, de asemenea, a vizat aproape exclusiv țările europene, spre deosebire de Statele Unite, care aveau motive să se mândrească prin faptul că au fost printre primele colonii ce au obținut independența; căderea imperiului sovietic, care, după ce a militat timp de trei sferturi de secol pentru susținerea unei ipoteze asupra viabilității unui sistem politico-economic alternativ, s-a prăbușit din interior, lăsând „imperul” american fără rival direct.

Dominația americană, de natură diplomatică, militară și politică, a fost însoțită, ca în celelalte imperii anterioare, de o dominare economică. În primul rând, prin producțiile sale primare (agricultură, minerit, energie). Apoi, prin industriile sale manufacturiere (în special, construcțiile de automobile, aeronautică, mașini electrice și electronice etc.). În sfârșit, în mod progresiv, prin activitățile sale terțiare (cu predilecție în sectorul financiar-bancar și asigurări și în cele de inginerie și servicii). Astfel, se poate constata că supremația Statelor Unite este evidentă. Întreprinderile americane au ocupat aproape fără încetare primele locuri în lume în conexiune, pentru aceasta, cu o piață internă ce a devenit ea însăși piață de referință, pentru cea mai mare parte din activitățile comerciale.

Guvernanta întreprinderii americane, un fenomen național și ambivalent

Paradigma socioeconomică dominantă, în contextul ideologic și cultural american, este cea de antreprenor care,

plecând de la zero sau de la o bază modestă, cunoaște în câțiva ani sau în câteva decenii o reușită fulgerătoare. După vremea acumulării monetare (a deveni bogat), vine cea a puterii politice (a fi puternic) și apoi cea a considerației morale (a se face iubit).

Atunci când șeful de întreprindere este fondatorul, în cvasitotalitatea cazurilor unicul sau principalul acționar, nu se pune problema de guvernanta decât în mod marginal. Chiar atunci când inițiativele antreprenoriale au ajuns la constituirea de foarte mari întreprinderi și, aproape implicit, de imense bogății, o atare situație nu șochează.

În termeni mai preciși, dacă reușita personală este justificată, poate chiar exemplară, singura grijă a societății civile și a autorităților care o reprezintă este ca aceste mari întreprinderi să nu devină un obstacol în fața liberei dezvoltări a piețelor în care ele operează și, prin aceasta, în fața înfloririi noilor aventuri antreprenoriale.

Vigilența obsesivă relativă la liberul acces la piață explică importanța probată de autoritățile de reglare, care limitează sau reprimă așteptările și/sau concentrările judecate abuzive, așa după cum s-a constatat în trecut sau în acești ultimi ani (procesul Microsoft).

Dimpotrivă, situația este radical diferită atunci când apare o disociere între conducerea întreprinderii și cei ce au drepturi legitime ce reprezintă proprietarii. Pot să fie anticipate și ocazional să se opună două principii majore, ambele bine ancorate în valorile societății americane. Pe de o parte, respectarea acestui drept fundamental constituit din dreptul de proprietate, care conduce la instalarea unui dispozitiv ce să vizeze asigurarea că un atare drept nu este lezat și că activitățile întreprinderii se derulează într-un cadru de performanță. Pe de altă parte, cultul pentru spiritul de întreprindere conduce la ușurarea sarcinii conducătorilor în inițiativele lor care să vizeze urmărirea și dezvoltarea proiectului antreprenorial al fondatorilor firmei și confruntarea acesteia cu noile provocări ale perioadei la care sarcina se referă.

Aceste două tendințe contradictorii, ambele în concordanță cu caracteristicile ideologice, politice și culturale ale societății americane, explică de ce guvernanta întreprinderii în această țară constituie concomitent un fenomen național natural, generat de aceste caracteristici, și ambivalent, deoarece pune înaintea una sau alta din fețele sale în conformitate cu perioadele istorice luate în considerare. Evoluția în ultimele decenii ilustrează în mod clar această ambivalență.

Dominația managerilor și întreprinderea managerială

Devenită celebră prin lucrările lui A. Berle și G. Means (1932), J. Burnham (1941), A. Chandler (1977), dominația crescătoare a conducătorilor salariați în viața marilor

întreprinderi americane corespunde unei realități incontestabile.

Istoric de referință al marilor firme americane, A. Chandler reunește această creștere în putere a numeroaselor operațiuni de concentrare pe care Statele Unite le-a cunoscut în primele decenii ale secolului al XX-lea.

Întreprinderea managerială conform lui A. Chandler:

„Întreprinderea managerială se distinge de cea antreprenorială prin faptul că managerii salariați, cu normă completă, ocupă la fel de bine posturile cele mai importante ca și cei de nivel intermediar. Întreprinderea nu mai este administrată de proprietarii săi. Patronii cei mai experimentați, care contribuiseră la rezolvarea cazurilor de fuziune și, în general, cu ajutorul unui finanțist sau doi, raționalizaseră structura noilor unități, s-au regăsit în sânul conducerii generale. Mai mult, ei încredințaseră conducerea noilor servicii generale și noilor sedii sociale responsabililor pe care îi recrutaseră și promovaseră și care nu aveau sau aveau puține acțiuni ale acestor întreprinderi.” A. Chandler (p. 460 a ediției franceze)

Întoarcerea acționarului

Reflecția privind guvernanta întreprinderii s-a dezvoltat în ultimii ani cu o vigoare extraordinară, într-un mediu cu mutații constante, în contextul unei necesități de adaptare permanentă atât în privința practicilor entităților, cât și a sistemelor de reglare elaborate de puterea publică. Irezistibila ascensiune a puterii manageriale, pe care putem să o considerăm achiziționată încă de la mijlocul secolului trecut, a cunoscut chiar în Statele Unite o spectaculoasă punere în cauză, ajungându-se la definirea și aplicarea principiilor de guvernanta a întreprinderii și traducând o întoarcere în forță a acționarului.

Diversele lucrări au analizat această răsturnare istorică: Tunc (1994); Thiveaud (1994); Aglietta (1997); L'Hélias (1997). Ei pun accentul pe importanța acordată în Statele Unite prin globalizarea financiară și prin creșterea ponderii investitorilor instituționali. Globalizarea se manifestă atât prin rolul major al piețelor financiare în finanțarea economiei americane, cât și prin deschiderea internațională a acestei țări ca prim investitor și prim debitor mondial, prin importanța pe care operațiile pe aceste piețe o au în legătură cu diferitele categorii de agenți (gospodării și întreprinderi), prin structurile patrimoniale ale acestor agenți.

Investitorii instituționali reflectă intermedierea crescătoare a economisirii gospodăriilor, care este din ce în ce mai puțin gestionată direct de cei care fac economii, recurgându-se la organisme ce dispun de mijloace semnificative, gestionate în mod profesional. Această intermediere vizează diferite tipuri de plasamente, în special cele referitoare la pensionări prin capitalizare

(pension funds), care, după cum se cunoaște, se constituie în regimul de bază american.

Cele două mișcări mondiale (globalizarea și intermedierea) se conjugă, pentru a face din investitorii instituționali, în cadrul economiei americane din ce în ce mai mult financiarizate, actori principali ai piețelor financiare.

Investitorii instituționali și, mai ales, fondurile de pensii au gestionat în mod progresiv volume considerabile de active financiare, ceea ce îi conduce la diversificarea portofoliilor lor, pentru a reduce în consecință riscurile.

Reflectând o întoarcere a acționarului, în forma sa contemporană, guvernanta întreprinderii a prins noi contururi. Mișcarea s-a generalizat, apoi, în mod rapid. Pe de o parte, fondurile de investiții, pe de altă parte asociațiile de apărare a acționarilor individuali, au rivalizat în ceea ce numim astăzi „activism acționarial” (fenomen ce constă în a face să se voteze rezoluții în adunarea acționarilor), în scopul de a apăra managerii societăților cotate, în vederea obținerii mai multor informații referitoare la gestiunea realizată de aceștia, pentru a le orienta într-un sens mai favorabil acționarilor. Aceeași cultură americană, teren al genezei guvernantei întreprinderii, va cunoaște, de asemenea, excesele deviației modelului de referință, precum și critica internă și propunerile în vederea reglării sale.

3. Caracteristici ale sistemelor de guvernanta la nivel european și mondial

Dacă guvernanta întreprinderii este suverană în Statele Unite, ce se întâmplă în alte țări ale lumii contemporane și, mai ales, în Europa? Fără să procedăm deocamdată la o analiză de detaliu, să creionăm totuși câteva caracteristici ale acestui dispozitiv instituțional și relațional, uneori complex, nu totdeauna explicit în modalitățile sale de constituire, funcționare și reglare, pe bătrânul continent.

În Europa nordică și nord-vestică

Cât privește lumea europeană anglo-saxonă, ea este în mod tradițional cea mai apropiată istoric și cultural de Statele Unite. În țări precum Marea Britanie, Irlanda sau Olanda, se regăsesc caracteristici comparabile: existența marilor firme multinaționale, internaționalizarea economiei, importanța piețelor financiare. Ele au favorizat dezvoltarea de dispozitive de guvernanta și de comportamente care le acompaniază. Raportul Cadbury (în 1992) a codificat pentru Regatul Unit practici ce s-au dorit schimbate de autoritățile de reglare.

După o serie de scandaluri financiare, Regatul Unit a obținut o reputație în materie de reflecție și de reformă a guvernantei întreprinderii. El a fost unul din primele state europene care a elaborat coduri de bune practici pentru

a ameliora comportamentele în întreprinderi. La sfârșitul anilor 1980, comitetul Cadbury (după numele președintelui său, Sir Adrian Cadbury) a publicat un cod sub egida bursei londoneze și a organismelor profesiei de contabilitate și de audit. Acestea din urmă se constituie astăzi în referințe mondiale în materie de guvernanta financiară. Ele au încurajat societățile cotate să respecte cele mai bune practici (best practices), în jurul principiului de a se conforma regulilor sau de a se explica (comply or explain).

Țările scandinave, cu toate că sunt apropiate de țările precedente, sunt mai puțin influențate de globalizarea financiară. De altfel, ele sunt mai mult marcate de tradițiile lor social-democrate. Guvernanta întreprinderii ține cont de acest context social și politic, precum și de rolul istoric al familiilor (de exemplu, familia Wallenberg în Suedia).

Modelul renan

Multă vreme, Germania a reprezentat o situație particulară, având în vedere istoria ei economică și tradițiile politice și culturale. În această țară, relațiile bancă-industrie sunt foarte puternice, atât în termeni de finanțare a investițiilor, cât și în cei de participare și de control. În mod corelativ, piețele financiare joacă un rol mai modest decât în țările anglo-saxone. Fosta republică federală instalase un regim de gestiune comună, cu participarea sindicatelor de salariați în consiliile de supraveghere a întreprinderilor. Federalismul impune ca statul să fie mai puțin intervenționist decât într-o țară ca Franța, chiar dacă el găsește legături la nivelul regiunilor (Länder). Toate aceste circumstanțe explică de ce guvernanta întreprinderii, în Germania, a reprezentat și reprezintă o situație originală, numită modelul renan.

În rezumat, astăzi particularitatea sistemului german de guvernanta a întreprinderii este importanța acordată relațiilor de cooperare între diferitele părți participante la viața entității: bănci, acționari, manageri și salariați, pentru a favoriza pacea socială, garantă a eficacității întreprinderii.

Elementele specifice de tip mediteranean

Regiunea Mării Mediterane nu a așteptat ca modelul contemporan de guvernanta a întreprinderii să vină de dincolo de Atlantic, pentru a se practica forme de guvernanta adaptate istoriei sale, structurilor sale sociale, nivelurilor sale de dezvoltare și mentalităților sale.

Culturile de întreprindere, destul de diverse, în zona mediteraneană a Europei, se exprimă prin numeroase componente (Pérez, 1994, pp. 151-171):

- localizările și determinările geografice ce opun Mediterana țărmurilor de cea din interiorul continentului;
- ponderea istoriei, de exemplu în legătură cu tradițiile comerciale și cu rolul diasporei;

- nivelul de dezvoltare științifică, tehnologică și economică, ce opune sudul cu nordul;
- opțiunile referitoare la sistemul de organizare a economiei și la rolul statului, precum și diferitele opțiuni delimitate în spațiu și timp.

În pofida acestor factori de diferențiere, există totuși un fond comun al acestor culturi care influențează, chiar determină, modelele de guvernanta a întreprinderii.

Dincolo de diversitatea lor, culturile mediteraneene de întreprindere sunt influențate de relațiile interpersonale, în special ceea ce reprezintă familia largită.

Fondul cultural comun, bazat pe relațiile interpersonale și legătura socială, pare puțin arhaic, comparativ cu modelele de guvernanta dominante. Această afirmație ar putea să apară cam simplistă, dacă avem în vedere, în zilele noastre, factori precum încrederea și reputația.

Guvernanta întreprinderii în Franța

Se poate pune întrebarea dacă există un model francez de guvernanta a întreprinderii. Și dacă răspunsul este afirmativ, care sunt caracteristicile unui atare model? La sfârșitul secolului trecut, se putea afirma că întreprinderile franceze dispun de un astfel de model. De multe secole, națiunea franceză s-a construit în jurul statului. În mai toate dimensiunile sale (organizarea puterii, sistemul educativ, sănătatea, cultura etc.) societatea franceză este marcată de această caracteristică seculară. Economia sa nu scapă decât parțial de acest determinism. Colbertismul este expresia economică a primatului puterii publice asupra mecanismului economiei. Evoluția este relativ diferită în ultimele decenii ale secolului al XX-lea, din motive legate de deschiderea internațională a economiei franceze și de construirea Uniunii Europene. Să nu uităm că statul francez s-a bazat pe brațul secular al Ministerului Economiei și Finanțelor.

Sistemele franceze de guvernanta au fost influențate, deci, de acest mediu instituțional și cultural. Studiul sistemelor este de o mare complexitate și numeroase întrebări rămân deocamdată fără un răspuns decisiv. Totuși, cercetări recente arată că:

- unele mecanisme de control prevăzute prin teoria agenției, pentru a verifica acțiunea conducătorilor, ar putea fi deficitare;
- în anumite circumstanțe, conducătorii ar putea fi oportuniști și, ca atare, este indispensabil ca să fie instalate mecanisme interne de control;
- consiliile de administrație și, în special, administratorii independenți au un rol crucial de jucat în guvernanta întreprinderilor moderne;
- administratorii au nevoie, pentru a exercita misiunile lor cu eficacitate, să le fie comunicate informații relevante asupra poziției financiare, performanței și evoluției poziției financiare a întreprinderii;

- nu ar putea exista o guvernanta eficienta a intreprinderii fara o mare transparenta a proceselor interne de decizie;
- capitalismul ar putea sa se autoregleze in mod imperfect si, ca atare, ar fi imperios necesar sa se reflecteze asupra modelelor de guvernanta.

Comisia operatiilor de bursa (COB) din Franta a publicat mai multe recomandari care ating, in forme mai dezvoltate, tematica guvernantei intreprinderii. Sa nu uitam ca aceasta comisie de valori mobiliare constata faptul ca societatile cotate fac din ce in ce mai mult referinta la notiunile de creare de valoare actionariala si de marime globala a remunerarilor si avantajelor in natura varstate fiecaruia dintre mandatarii sociali.

Despre guvernanta intreprinderii in alte tari ale lumii

In mod evident, exista modele de guvernanta in multe alte tari ale lumii. Deoarece orice sistem de intreprindere sau orice sistem de organizare implica un mod specific de guvernanta, care de cele mai multe ori se centreaza pe comparatia Europa – Statele Unite ale Americii. Totusi, unele tari sunt definite de caracteristici culturale cu totul aparte. Economia si societatea japoneza sunt puternic influentate de implicarea bancilor si grupurilor industriale, atasamentul si fidelitatea in munca a salariatilor, mecanismul prin care finantarea de tip bancar a fost din ce in ce mai mult rivalizata si chiar inlocuita de finantarea bursiera. Este drept, unele asemenea cu situatia Germaniei au facut sa se poata aprecia ca exista un model germano-nipon, pentru a caracteriza sistemele de guvernanta a intreprinderii care apropie aceste doua tari, in opozitie cu modelul anglo-saxon.

De asemenea, un anumit numar de observatii, prezente in cazul subiectului culturilor de intreprindere mediteraneene ca, de exemplu, accentul pus pe importanta familiilor largite si legatura sociala care insoteste relatiile de schimb, se constituie in trasaturi valabile si uneori accentuate in cazul unui anumit numar de economii si societati africane si asiatice. Este important ca, pe acest subiect, sa nu se faca un exces de etnocentrism. Unele modele de guvernanta nu trebuie judecate exagerat de mult pe baza de documente, ci pe baza analizelor practicilor cutumiare. Totusi, astfel de analize nu trebuie sa cada in patima sofisticarilor, vecine cu interpretarile subiective.

4. Pana la si despre noul capitalism, marile esecuri financiare si lectia Enron

Valorile capitalismului

Dezvoltarea capitalismului s-a realizat prin parcurgerea mai multor etape. Inovatii tehnologice, care antreneaza o reinnoire a sistemelor de productie, se constituie in unele

din motoarele acestei evolutii pe etape. Rolul central al evolutiei tehnologice a fost expus, in mod stralucit, de economistul austriac Joseph Schumpeter. In „Teoria evolutiei economice” (1912) si „Ciclurile afacerilor” (1939), Schumpeter prezinta capitalismul ca un sistem instabil, in transformare continua, sub efectul mutatiilor tehnologice. Acestea din urma sunt la originea ciclurilor lungi (alternanta fazelor de crestere si de crize pe o intindere de 40 de ani) puse in evidenta de economistul rus Nicolae Kondratieff, in anii 1920. Faza de crestere se explica prin aparitia inovatiilor tehnice fundamentale care implica castiguri de productie semnificative si noi produse. Atunci cand astfel de tehnologii noi au epuizat potentialul de dezvoltare, o perioada de criza se prelungeste pana cand alte inovatii ii iau locul. O atare dinamica este legata de existenta unui grup social special, antreprenorii capitalisti inovatori; determinati de cautarea de profit, ei sunt inclinati sa introduca fara incetare noi tehnici mai performante. Conform acestei abordari, valorile tehnologice succesive observate inca din secolul al XIX-lea au dat nastere la trei revolutii industriale.

Inovatiile se produc in valuri succesive, care asigura o ritmicitate transformarilor capitalismului si sunt caracterizate prin geneza, cresterea si blocajul sistemelor tehnice, trecerea de la un sistem la altul fiind marcat printr-o criza.

Noile tehnologii ale informarii si comunicarii constituie unul dintre valorile tehnologice fundamentale care puncteaza istoria capitalismului si pe care istoricii le califica revolutii industriale. Prima revolutie industrială (1760-1875) s-a nascut in Marea Britanie odata cu siderurgia, masinile de tesut si masinile cu abur. A doua revolutie industrială (1890-1965) este asociata cu expansiunea electricitatii, motorului cu combustie si industriei chimice.

Noile tehnologii de informare si comunicare se inscriu astfel in cea de-a treia revolutie industrială. Acest val tehnologic este departe de a fi incheiat si va imbratisa in anii care urmeaza ansamblul campului stiintelor. Acest val tehnologic vizeaza trei domenii: telefonica, audiovizualul si informatica.

La sfarsitul anilor 1990, expresia „noua economie”, devenita foarte la moda, era utilizata pentru a desemna transformari recente, indiferent ca ele se refera la noi tehnologii sau la noi forme de finante.

Despre marile esecuri financiare

Dupa perioada euforica a anilor 1990, noul capitalism a intrat intr-o faza de crize, de turbulente grave. Perioada s-a jucat in doua acte. Mai intai crahul bursier (e-crash) incepe in martie 2000: „bula tehnologica” se dezumfla ca un burduf, plusurile de valoare in piata financiara pleaca in fum. Din decembrie 2001, scandalurile bursiere

izbucnesc în rafale. Seria neagră debutează prin falimentul spectaculos al gigantului grup energetic Enron. De asemenea, sunt atinse WorldCom (cel mai semnificativ faliment din istoria Statelor Unite), Tyco, Qwest, Xerox, din suita americană, Vivendi Universal, Ahold și Parmalat, în Europa.

Pierderile suportate de acționari, în special acționarii salariați ai acestor întreprinderi, sunt colosale. Astfel de afaceri au trebuit să recunoască, prin semnalul bursier, ziua marii fraude, iar managerii s-au găsit descoperiți, fiind obligați să dezvăluie trucajul conturilor. Kenneth Lay, primul director general al firmei Enron, a recunoscut că a ascuns datorii în valoare de 2 miliarde de dolari. Managerii de la WorldCom omiseseră să contabilizeze 3,85 miliarde de dolari, reprezentând costuri. Cei de la Xerox crescuseră artificial vânzările pentru 6 miliarde de dolari. Unii economiști ajunseseră să califice aceste practici opuse principiului transparenței (Gauron, 2002) drept „economia minciunii”. Aceste scandaluri pun în evidență, de o manieră evidentă, disfuncționalitățile profunde ale noului capitalism. Ele repun în cauză, mai întâi, concepția despre întreprindere, care o consideră pe aceasta nu ca pe o entitate industrială, ci ca pe un activ financiar, despre care se apreciază că se mărește în valoare bursieră prin toate mijlocele: răscumpărarea de acțiuni, fuziuni-achiziții, montaje financiare hazardate, inginerii financiare riscante. Apogeul și falimentul lui Enron nu au nimic legat de activitatea sa industrială, negoțul de gaz și electricitate, ci provin în mod unic din activitățile sale financiare. În spatele montajelor în cascadă, prin împrumuturi din ce în ce mai riscante, destinate să finanțeze operații de fuziuni-achiziții foarte interesante, Enron nu aducea o contribuție reală la funcționarea pieței de energie, care nu a fost afectată, practic, de dispariția grupului. De asemenea, Vivendi Universal devenise un mare holding financiar, o îngrămădire de active financiare, fără coerență industrială, și destinată să creeze valoare pentru acționari.

Ceea ce este repus în cauză, de asemenea, cu ocazia acestor afaceri, este capacitatea noului capitalism de a se regla. Cunoscuta disciplină a pieței nu a funcționat. Managerii au scăpat de controlul acționarilor lor, ceea ce a pus în discuție, în momentul apariției eșecurilor financiare, limitele și efectele perverse ale modelului anglo-saxon de guvernare la întreprinderii. Tehnica stock-options, care avea ca obiectiv aducerea conducătorilor în conformitate cu interesele acționarilor, s-a întors contra acestora din urmă, conducând chiar acești manageri în a-și asuma riscuri considerabile, pentru a mări artificial cursurile bursiere ale întreprinderilor. Totodată, ceilalți actori ai capitalismului bursier, presupuși să controleze întreprinderile, nu au jucat rolul lor de contraputere, vizavi de conducători, cu care ei au fost adesea în situație de complicitate activă sau pasivă.

Este cazul cabinetelor de audit: Andersen a consiliat astfel conducătorii de la Enron, în operațiile lor frauduloase, ceea ce a antrenat falimentul său. Patru alte domenii, care sunt mașinile finanțelor moderne, au favorizat de asemenea manipularea cursurilor și opacitatea informațiilor. Agențiile de observare au demonstrat o atitudine de liniște vinovată; băncile de afaceri au încurajat montaje hazardate, destinate să crească lichiditățile lor.

Noile forme de activitate bancară nu se limitau la operații de acordare de împrumuturi și de lansare de împrumuturi pe piețele de titluri. Ele s-au orientat spre operațiile de consiliere acordată întreprinderilor. Trebuie spus că aceste activități sunt extrem de rentabile: activitățile de consiliere acordată întreprinderilor, mai ales când ele pun în operă o inginerie financiară sofisticată, conduc la comisioane mult mai ridicate (3%-6% din mărimea operației pentru fuziuni-achiziții și pentru oferte publice de cumpărare) decât pentru operațiile tradiționale de intermediere în titluri, în cazul persoanelor particulare (0,2%-1%, pentru tranzacțiile bursiere). S-a calculat, astfel, că veniturile a trei mari bănci americane de afaceri (Goldman Sachs, Morgan Stanley și Merrill Lynch) aproape s-au dublat, de la 38,4 la 69,4 miliarde de dolari, din 1997 în 2000, în momentul bulei financiare.

Analiștilor financiari și jurnaliștilor bursieri le-au lipsit luciditatea și au avut ezitări, în fața exceselor conducătorilor corupți. În sfârșit, autoritățile de reglare, în special comisia de valori mobiliare americană (SEC), nu au știut să denunțe abaterile contabile și financiare ale întreprinderilor pe care le tutelau (Plihon, 2003).

Sistemul productiv a devenit în mod evident fragil prin criza bursieră. Scandalurile prezentate anterior au condus la o criză de încredere profundă, din partea acționarilor. Limitat inițial la valorile noii economii, crahul bursier se generalizează și atinge ansamblul sectoarelor economice.

În timp ce turbulențele financiare din perioada crahului din 1987 nu avuseseră un efect semnificativ asupra actorilor nefinanciari, căderea cursurilor bursiere, la cumpăna dintre milenii, atinge din plin diversele întreprinderi. Într-adevăr, în urma valului fără precedent de fuziuni-achiziții efectuate la prețuri prohibitive, în timpul bulei financiare, majoritatea marilor întreprinderi au înregistrat supravalorii, sub formă de fond comercial.

Căderea cursurilor bursiere este la originea unei depreciere brutale a activelor necorporale, ceea ce antrenează o degradare a poziției financiare a întreprinderilor. Deprecierea fondului comercial influențează negativ asupra rezultatelor financiare și asupra rentabilității pe termen mediu a entităților. Rezultă de aici o devalorizare a fondurilor proprii, fapt ce conduce la o degradare a ratei îndatorării. Unele întreprinderi cunosc o stare de raționalizare a creditului care putea merge până la

apariția de probleme de lichiditate și de insolvabilitate, mai ales pentru agenți ce s-au angajat pe poziții în afara bilanțului (cazul întreprinderii Vivendi Universal). În Franța, șocul nu afectează numai marile întreprinderi emblematice (de exemplu, France Telecom), dar și ansamblul societăților cotate, care reprezintă cu filialele lor aproape 20% din valoarea adăugată și 24% din investițiile economiei franceze (CGP, 2002).

Dedesubturi și interpretări în lecția Enron

Societatea Enron a fost creată în sectorul energiei și s-a specializat în interpunerea pentru clienții săi în tranzacții. Ea s-a dezvoltat pe mai multe piețe ale energiei și a trecut de la o dimensiune regională la una națională, apoi internațională. În 1999, Enron se caracteriza printr-o cifră de afaceri declarată mai mare de 100 miliarde de dolari, plasându-se pe locul al șaptelea în cadrul întreprinderilor americane și devenind un actor de neocolit al sectorului. Dincolo de creșterea sa exponențială, modelul său economic, bazat pe stăpânirea piețelor a căror execuție corespunde unui termen fix și pe produsele derivate, dădea un exemplu de „succes story” întreprinderilor din vechea economie.

Primele zguduri intervin în octombrie 2001, cu o avertizare privind rezultatele (profit warning), în scădere puternică în raport cu previziunile și cu apariția primelor dificultăți de trezorerie. Apoi, evenimentele s-au precipitat: scăderea cursurilor, neîncrederea investitorilor, degradarea notațiilor (acțiunilor de a da note), primele bănuieli privind manipulările conturilor, primele demisii, spirala conform căreia fiecare componentă antrena o altă componentă și care a condus, la începutul anului 2002, la demisia președintelui și fondatorului Kenneth Lay și declararea falimentului grupului.

Diferitele anchete au pus în lumină principalele aspecte ale acestui eșec financiar major, de ordinul a 100 miliarde de dolari datorii, dintre care o parte nu mai putea să fie acoperită.

Cifrele de afaceri fuseseră artificial majorate, luându-se ca bază contractele încheiate sau în curs de negociere, și nu cum este uzanța pentru intermediar, numai comisioanele încasate sau angajate. Calculată pe această bază (valoarea contractată sau negociată), cifra de afaceri efectivă ajunsese la 6 miliarde de dolari.

Întoarcerea pieței născute în sectorul Internetului s-a propagat la ansamblul valorilor numite „tehnologii-media-comunicare (TMC)”, pe parcursul anilor 2000-2001, deoarece se dovedea că întreprinderile vizate subestimaseră ele înseși piața potențială a activităților implicate de dezvoltarea „noii economii” și se lansaseră în operații uneori aventuroase.

Noua piață, NASDAQ, pe care multe din aceste valori erau cotate, a fost cea mai afectată, prin această întoarcere

a cursurilor, dar și alte titluri au fost influențate, în special pe piața americană de referință, care rămâne cea de la New York Stock Exchange (NYSE).

Printre ingineriile contabile practicate în interiorul grupului Enron pot fi evocate: circulația elementelor de activ între componentele (întreprinderile) lui, pentru a crea plusuri de valoare fictive; deconsolidarea datoriilor transferându-le în miile de societăți controlate fie de filiale, fie în nume personal de cadrele conducătoare (special purpose entities: SPU); delocalizarea profiturilor pentru a scăpa de impozite (majoritatea societăților cotate fuseseră în paradisuri fiscale).

În consecință, rezultă că situația patrimonială reprezentată de bilanțul Enron era falsă: activele erau mult supraevaluate, deci fictive, iar datoriile erau subevaluate, deci disimulate.

Conturile fuseseră, totuși, auditate și certificate de Andersen, cabinet de renume mondial, la vremea aceea posibil cel mai renumit din ceea ce înțelegem prin „big five”.

Ancheta a pus în evidență că experții de la Andersen nu numai că acoperiseră diferite manipulări contabile, dar unii dintre ei contribuiseră la creșterea lor numerică și valorică, sub formă de consiliere. Unii dintre experți deveniseră cadre în grup. Această complicitate proba și tentativa pentru a împiedica justiția să procedeze la dezvăluiri importante, prin distrugerea documentelor contabile. Afacerea devenise afacerea Enron-Andersen, ajungându-se la izbucnirea aceluia caz major de audit, în perimetrul fraudei, în primul semestru al anului 2002.

Comunitatea analiștilor financiari și instituțiile care-i angajează au fost puse în cauză, mai puțin pentru lipsa de clarviziune – ei puteau să pledeze buna-credință pe baza informațiilor furnizate de Enron și certificate de Andersen – cât din motive de conflicte de interese în care ei intraseră.

Puterea publică fusese ea însăși atinsă, fiind cuprinși aici unii din membrii Congresului.

Afacerea Enron, la început financiară, apoi judiciară, luase o dimensiune politică și socială.

Afacerea Enron în zilele toamnei 2001 și alte manipulări contabile în 2002

Această mediatizată afacere face parte deja din cazurile școlii de strategie întreprinderii (business strategy) atât prin ascensiune – prima dintr-o lungă serie – și contextul apariției sale, cât și prin importanța dosarului și punerilor succesive în cauză pe care le-a antrenat.

Răspunsul ei a fost cu atât mai mare cu cât, ca urmare, și alte afaceri au izbucnit în variantele lor de manifestare, dar printr-o filozofie comparabilă: a acționa pe baza unei informări financiare, cu scopul de a cosmetiza imaginea despre întreprindere și a încerca să se camufleze dificultăți.

Principalele societăți puse în cauză în cursul anului 2002 (Pérez, 2003, p. 88):

Adelphia Com

Pusă în faliment pe 26 iunie 2002, operator telecom.

Dynergy

Demisia președintelui pe 28 mai 2002, intermediar în energie.

Enron

Demisia președintelui pe 23 ianuarie 2002, intermediar în energie.

Global Crossing

Pusă în faliment pe 10 ianuarie 2002, operator telecom.

Imclone

Președintele inculpat pe 12 ianuarie 2002, biotehnologie.

Merck

Creșterea artificială a cifrei de afaceri cu 14 miliarde de dolari, între 1999 și 2001 (adică, o creștere de aproximativ 10% din C.A. a perioadei).

Qwest Com. Int.

Ancheta comisiei de valori mobiliare americane.

Tyco

Disimularea a sute de milioane de dolari fiscalului. Demisia președintelui pe 3 iunie 2002, conglomerate.

Worldcom

Disimularea a mai multor miliarde de dolari. Punerea în faliment și manageri inculpați, telecom.

Xerox

Creșterea artificială a cifrei de afaceri, manipularea prin contractele de locație-finanțare (6 miliarde de dolari în loc de 3 miliarde de dolari, între 1997 și 2001); birotică.

5. Punerea în cauză a sistemului de guvernare a întreprinderii excesiv de axat pe piețele financiare

Suita acestor manipulări de informații financiare a agravat criza bursieră care a urmat pe parcursul anului 2002. La sfârșitul anului 2002 observatorii constatau că principalii indici bursieri scăzuseră cu mai mult de jumătate, din martie 2000, antrenând o scădere a capitalizării bursiere, evaluată la 7.000 miliarde de dolari pentru NYSE.

Unii analiști au avansat ipoteza unei crize durabile, într-un ciclu orientat spre scădere (bear market), care atingea fundamentele pieței acțiunilor și modelelor de guvernare a întreprinderii, bazate exclusiv pe acest tip de piață.

Pentru a analiza evenimentele care s-au derulat din primăvara anului 2000, sub fenomenul de impact asupra sistemelor de guvernare, se cuvine să reluăm diferitele componente ale acestora: dispozitivele lor instituționale și comportamentele actorilor vizati. Se vor examina disfuncționalitățile dispozitivelor instituționale și comportamentele pentru fiecare componentă a sistemului de guvernare.

Într-adevăr, au putut să fie puse în cauză nu numai dispozitivele proprii ale societăților implicate, ci și dispozitivele de sprijin al căror rol este, în mod esențial, dispozitivul de reglare.

Dispozitive proprii inoperante

În fruntea lor se situează conducătorul atotputernic, de obicei în persoana fondatorului sau personalitatea care a sosit după crearea societății și i-a dat impulsul decisiv. Prin poziția lor primordială, prin carisma lor, astfel de conducători exercită o putere practic fără control, în tradiția autentică a marilor firme manageriale. Concepția de binom conducător este în consecință absentă și, atunci când există separarea președinte-director general (chairman-chief executive officer), ea rămâne formală, secundul binomului rămânând în umbra celui dintâi.

În mijloc, consiliul de administrație, despre care într-un articol anterior am prezentat rolul în concepția de guvernare „orientată spre acționar”, nu a îndeplinit cel mai adesea misiunile sale de control al conducătorilor. Subjugați de personalitatea președintelui, subjugați de rezultatele obținute, administratorii au aderat, în cvasitotalitate, la orientările strategice care le-au fost prezentate și la deciziile care cereau acordul explicit al consiliului. Diferitele situații studiate arată, într-adevăr că, dincolo de cazurile evidente de disimulare în fața consiliului, membrii acestuia dispuneau de suficiente informații, pentru a exercita sau cel puțin pentru a începe o procedură de alertă. O atare situație a atras, în mai multe reprize, punerea lor în cauză pentru complicitate activă sau pasivă de către grupurile de acționari (class actions).

Se constată, de altfel, că grupurile ad-hoc, provenite din consiliu și care răspund în fața lui, comitetul de audit, comitetul remunerărilor, comitetul de numire, fie că nu existau, fie că au rămas formale. Ceea ce este coroborat cu ideea că un sistem de guvernare a întreprinderii nu se limitează numai la un dispozitiv instituțional, indiferent cât de complet ar fi, ci nu poate să se aprecieze decât prin intermediul comportamentelor actorilor care îl animă.

Dincolo de acest dispozitiv, adunarea generală a acționarilor, deși este suverană de drept, s-a lăsat cel mai adesea manipulată prin discursuri pe un ton epic, „suntem cei mai buni” (we are the best), „suntem câștigătorul” (we are the winner), ale liderului carismatic, fapt ce a făcut să nu-și exercite puterile de control care îi sunt teoretic de drept cuvenite.

Dispozitive de sprijin în dificultate

Acest tip de dispozitive este esențial, deoarece pe el se bazează fiabilitatea unui sistem de guvernanta în întreprinderii, ținând cont că o problemă – eroare, accident, fraudă – poate să survină totdeauna la nivelul dispozitivului propriu, pentru o întreprindere.

Principalele două surse de dificultate au vizat, pe de o parte, auditorii contabili și, pe de altă parte, analiștii financiari.

■ Despre compromisul auditorilor contabili

Foarte rapid, afacerea Enron a devenit afacerea Enron-Andersen, atât de mult a reieșit că acest mare cabinet de audit era implicat în procesul care a condus la falimentul firmei de energie. Diferitele montaje, fie legale, utilizând toate vicleniile posibile, fie delictuoase, erau realizate cu ajutorul tehnic al experților de la Andersen, care erau uneori chemați să devină cadre operaționale în grupul Enron. Cabinetul devenise, astfel, unul din primii consilieri ai intermediarii în energie, chiar partenerul său. Ceea ce nu îl împiedica să certifice cu regularitate conturile. Acest evident conflict de interese și această complicitate, care mergea până la distrugerea documentelor contabile compromițătoare, au reușit să repună în cauză cabinetul, prin justiția americană și punerea la index de către comisia de valori mobiliare (SEC), ceea ce a condus la dispariția prin dezafectare.

■ Despre analiștii financiari aflați sub influență

Această a doua sursă de dificultate a fost și ea clar identificată în cazul afacerii Enron. Câteva săptămâni înainte de crah, cvasitotalitatea analiștilor financiari (15 din 16 cei mai influenți) recomandau încă această valoare la cumpărare. Unul dintre ei mergea până acolo pentru a o califica „cea mai bună dintre cele mai bune” (the best of the best). Se dovedește că analiștii financiari sunt mult mai adesea înclinați să recomande o valoare la cumpărare decât să o deconsilieze. Aceste comportamente pot fi explicate prin mai multe motive (optimismul visceral, grija de a repera plusuri de valoare potențiale etc.), dar cele mai importante țin, pe de o parte, de relațiile strânse între analiști și societățile studiate și, pe de altă parte, de poziția lor chiar în interiorul instituțiilor financiare care îi utilizează.

■ Despre dispozitivele de reglare

Importanța disfuncționalităților constatate atât la nivelul dispozitivelor de guvernanta întreprinderii, proprii

societăților, cât și la cel al dispozitivelor de sprijin, mai ales auditorii externi și analiștii financiari, conduce la a-ți pune întrebarea asupra dispozitivelor de reglare, acest al treilea domeniu de guvernanta constituind, într-un fel, managementul acestor sisteme. Dispozitivele de reglare au funcționat ele corect? Dacă da, cum? Dacă nu, de ce? Răspunsurile, având în vedere evenimentele anilor 2001-2002, rămân fragmentare și variabile, în funcție de țară.

6. Reflecții finale privind întreprinderea și guvernanta întreprinderii

În zilele noastre există două mari concepții despre întreprindere. Aceasta este văzută: (i) fie ca un activ financiar, pentru care se pune problema maximizării valorii (crearea de valoare acționarială); (ii) fie ca o entitate economică, care se definește plecând de la noțiuni precum „interes social” și al cărei scop este crearea de bogăție, ca urmare a colaborării părților participante (acționari, salariați, conducători, creditorii, parteneri comerciali, putere publică etc.). Întreprinderea are atunci o pluralitate de obiective (economice, sociale, legate de mediu etc.), chiar dacă scopul ei prioritar este maximizarea profitului.

Este clar că funcțiile și obiectivele sistemului contabil nu sunt aceleași, după cum avem în vedere una sau cealaltă din cele două viziuni despre întreprindere. Conform primei concepții, obiectivul sistemului contabil este mai întâi să informeze investitorii. Numai astfel putem justifica recursul la valoarea justă (fair value). Conform celei de-a doua concepții, sistemul contabil este un limbaj în serviciul comunității de utilizatori. Dacă este vorba de a informa ansamblul partenerilor întreprinderii, și nu numai investitorii, standardele contabile ar trebui să urmărească o logică diferită.

Cazul băncilor merită o discuție specială. Și în cazul lor se regăsesc două concepții: (i) banca poate să fie văzută ca un portofoliu de creanțe și de angajamente, pentru care este vorba de a-l optimiza, în funcție de cuplul risc-randament; se presupune atunci că diferitele elemente de activ și de datorii pot să fie comercializate (adică transformate în titluri negociabile și evaluate în condiții de piață) sau, în lipsa piețelor, sunt susceptibile să se evalueze pe bază de modele interne; (ii) de asemenea, banca poate să fie considerată un intermediar care există din motive de asimetrie de informații și de incertitudine și care exploatează o rentă informațională; rolul său este atunci de a procura o asigurare de lichiditate.

Modelul de guvernanta poate să varieze în funcție de importanța acordată diferitelor părți participante în sistem. Criza piețelor financiare între anii 2000-2002 a pus în evidență numeroase disfuncționalități în modelele de guvernanta ale marilor întreprinderi și a arătat că managerii, ținând cont de poziția centrală pe care o ocupă, pot uneori să adopte strategii personale, neconforme cu interesele acționarilor.

Bibliografie

- Aglietta, M. (1997). *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, O. Jacob
- Burnham, J. (1941). *Managerial Revolution*, New York, The John D. Company, (traducere franceză Colmann-Lévy, 1969)
- Chandler, A. (1977). *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, Harvard University Press (traducere franceză Economica, 1988)
- Commissariat Général du Plan (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport, La Documentation française, Paris
- Gauron, A. (2002). *L'Empire de l'argent*, Desclée de Brouwer, Paris
- L'Hélias, S. (1997). *Le retour de l'actionnaire*, Paris, Gualino
- Pérez, R. (1994). *Les cultures d'entreprises méditerranéennes*, în J. Thobie et S. Kaňal, éd., *Industrialisation, communication et rapports sociaux*, Paris, L'Harnattan
- Pérez, R. (2003). *La gouvernance de l'entreprise, La Découverte*
- Plihon, D. (2003). *Les Désordres de la finance – Crises boursières, corruption, mondialisation, Universalis*, collection „Le tour du sujet”, Paris
- Schumpeter, J. (1912). *Theory of Economic Development*, Oxford, University Press, New York, traducere franceză: *Théorie de l'évolution économique*, Dalloz, Paris, 1999
- Schumpeter, J. (1939). *Business Cycle*, McGraw-Hill, New York,
- Thiveaud, J.-M. „De la gouvernance des sociétés”, *Revue économique financière* no. 31, 1994, pp. 243-276
- Tunc, A. „Le gouvernement des sociétés anonymes: le mouvement de réforme aux Etats Unis et au Royaume Uni”, *Revue internationale de droit comparé*, no. 1, 1994