



UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

FACULTE DE DROIT

**ANALYSE ECONOMIQUE DU DROIT
DE L'ACTIONNARIAT SALARIE**

APPORTS ET LIMITES DES APPROCHES
CONTRACTUALISTE, NEO-INSTITUTIONNALISTE
ET COMPARATIVISTE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Thèse pour le Doctorat en Droit
présentée et soutenue publiquement par

Alexia AUTENNE

2004

UNIVERSITE CATH. DE LOUVAIN
FACULTE DE DROIT
BIBLIOTHEQUE
PLACE MONTESQUIEU, 2
B - 1348 LOUVAIN - LA - NEUVE

Composition du Jury :

Henri Simonart,
Président du Jury
Doyen de la Faculté de Droit, UCL

Robert Cobbaut,
Membre du Comité d'encadrement
Professeur à l'Institut d'Administration
et de Gestion, UCL

Simon Deakin
Professeur au
'Judge Institute of Management Studies',
Université de Cambridge

Guy Horsmans,
Membre du Comité d'encadrement,
co-promoteur
Professeur à la Faculté de Droit, UCL

M. Jacques Lenoble,
Membre du Comité d'encadrement,
co-promoteur
Professeur à la Faculté de Droit, UCL

Philippe Maystadt
Professeur à la Faculté de Droit, UCL

Mes remerciements et ma reconnaissance vont d'abord au Professeur Jacques Lenoble qui m'a accordé sa confiance en m'accueillant au sein du 'Centre de Philosophie du Droit' de l'Université Catholique de Louvain. Son sens aigu de l'interdisciplinarité et son cosmopolitisme intellectuel m'ont ouvert bien des horizons. Les nombreuses heures qu'il consacra régulièrement à discuter le détail de mes hypothèses, sa curiosité scientifique, sa perspicacité philosophique, sa bienveillance et sa rigueur, autant d'éléments qui m'ont permis de surmonter les obstacles et de goûter aux joies de la recherche.

Je lui associe le Professeur Robert Cobbaut qui a balisé mon chemin à travers la littérature économique. Ses commentaires constructifs, sa constante disponibilité à chaque étape de mon parcours furent des plus précieux.

Merci également au Professeur Guy Horsmans pour ses conseils et l'attention qu'il a bien voulu porter à ce travail.

Je suis également particulièrement redevable au Professeur Simon Deakin qui m'a permis d'effectuer un séjour de recherche intellectuellement très stimulant au 'Center for Business Research' de l'Université de Cambridge.

Je tiens, par ailleurs, à remercier le 'Fonds National de la Recherche Scientifique'. Grâce à son soutien financier, j'ai pu réaliser cette thèse dans des conditions optimales de travail.

Ma dette est grande à l'égard de ma mère et de ma sœur dont l'aide a été essentielle dans la réalisation matérielle de ce manuscrit.

Enfin, j'adresse une pensée à mes parents, à ma tante et à Corentin qui m'ont entourée de leur affection tout au long de cette aventure.

Introduction générale

PREMIERE PARTIE :

LE REGIME JURIDIQUE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE AUX ETATS-UNIS ET EN FRANCE

Chapitre 1. Le régime juridique de l'actionnariat salarié aux Etats-Unis à travers le dispositif '*ESOP*' ('*Employee Stock Ownership Plan*')

Chapitre 2 Les dispositifs constitutifs du régime juridique de l'actionnariat salarié en France

DEUXIEME PARTIE :

L'APPROCHE CONTRACTUALISTE INCITATIVE

Chapitre 1. Origine et spécificités de la théorie des contrats

Chapitre 2. La théorie positive de l'agence

Chapitre 3. La théorie des droits de propriété.

Chapitre 4. La conception contractualiste de la *corporate governance*, du rapport salarial et de l'actionnariat salarié

Chapitre 5. Les insuffisances du modèle contractualiste

TROISIEME PARTIE :

LES TENTATIVES DE REFORMULATION DE LA THEORIE CONTRACTUALISTE : LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION D'OLIVER

WILLIAMSON, L'APPROCHE NEO-INSTITUTIONNALISTE DE DOUGLASS NORTH ET L'APPROCHE COMPARATIVISTE EN TERME DE *PATH DEPENDENCY* DE MARK ROE.

Chapitre 1. Actionnariat salarié & *corporate governance* : l'approche transactionnelle d'Olivier Williamson

Chapitre 2 Actionnariat salarié & *corporate governance* :
l'approche neo-institutionnaliste de Douglass North

Chapitre 3 Actionnariat salarié & *corporate governance* :
L'approche comparativiste en terme de '*path dependency*'
de Mark Roe

CONCLUSIONS GENERALES

ANNEXES

BIBLIOGRAPHIE

INTRODUCTION GENERALE

La problématique de la gouvernance des entreprises fait l'objet, depuis quelques années, d'un renouveau de réflexion théorique traversant différents champs disciplinaires qui vont du droit à l'économie en passant par la philosophie. Une attention accrue est portée à la manière dont les dispositifs actuels de gouvernance devraient être aménagés pour faire droit à l'émergence progressive d'un nouveau régime de croissance économique. En effet, on assiste aujourd'hui à la mise en place d'un régime de croissance que d'aucuns¹ ont qualifié de 'patrimonial', en réponse à la crise mondiale consécutive à la période des 'trente glorieuses' qui vit l'extension à l'ensemble des démocraties occidentales du mode dit 'fordiste' de régulation économique et sociale². Ce nouveau régime se caractérise par un triple mouvement : le rôle accru des marchés financiers dans les ajustements macroéconomiques, l'influence grandissante des investisseurs institutionnels anglo-saxons et la substitution d'une intermédiation de marché à une intermédiation bancaire traditionnelle³. Son principal moteur réside dans la libéralisation des échanges qui, couplée au développement de nouvelles technologies en matière informatique et de télécommunications, a engendré un décloisonnement des frontières marchandes et a rendu possible la libre circulation des informations et des capitaux au niveau mondial.

¹ M. AGLIETTA, Postface à la nouvelle édition de : *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Odile Jacob (1997) et « Le capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n°101 (novembre 1998).

² L'intervention économique centrale de l'Etat, sa capacité à intégrer les informations pour les ordonner dans un plan d'action rationnel et cohérent sont ouvertement entrées en crise. La standardisation de la relation de travail qui, autour de la figure centrale du salariat, avait présidé à l'élaboration du droit du travail et de la sécurité sociale est désormais contestée au nom d'un impératif de flexibilité. Voir : R. COBBAUT & A. AUTENNE, « L'après-fordisme : globalisation financière, régime de croissance patrimonial et 'financiarisation du salaire' », in *La participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, 1-28 (2001)

³ L'évolution de l'activité des banques, de plus en plus investies sur les marchés financiers, fait douter de leur volonté et de leur capacité à continuer à jouer leur rôle traditionnel en matière de gouvernance, particulièrement en Allemagne.

La finance constitue un des secteurs clés du régime de 'patrimonialisation'. Grâce aux innovations technologiques, les acteurs du monde financier ont élaboré une série d'outils – marchés informatisés d'actifs financiers, techniques de monnaie électronique, mise en réseau des systèmes de paiement, ... - permettant aux investisseurs de négocier rapidement leurs titres et de réduire leurs risques non systémiques, en procédant à une diversification accrue de leur portefeuille. Cet essor de la finance a facilité la montée en puissance d'acteurs capables d'exploiter les nouvelles facilités de transaction et de communication ainsi que la liberté d'action résultant d'une meilleure liquidité de marché. Tels sont, au premier chef, les investisseurs institutionnels qui prennent progressivement le pas sur les actionnaires individuels dans la détention des titres des sociétés privées⁴. Rassemblant une batterie d'analystes et exploitant des réseaux de placement sur l'ensemble des marchés boursiers, ceux-ci vont contribuer à la modification graduelle des contraintes pesant sur les entreprises en transformant l'exercice du contrôle de propriété. Alors que l'ancien contrôle de type 'managérial' acceptait les compromis salariaux fondés sur la répartition de la valeur ajoutée des entreprises, le contrôle de propriété des institutionnels, au contraire, incite les entreprises à maximiser la capitalisation boursière à court terme. En effet, pour réaliser une diversification efficiente de leurs investissements, les institutionnels mesurent les performances des entreprises via des coefficients de corrélation des rendements de titres particuliers avec celui du marché auquel ils appartiennent. Ces dernières cherchent alors à internaliser les critères normatifs sur lesquels s'appuie le jugement des institutionnels quant à la valeur des titres

⁴ En France, par exemple, la proportion des parts détenues par les investisseurs institutionnels a augmenté dans les années 90: de 21,8% de la capitalisation de marché en 1993 à 24,2% en 1999 [Banque de France, « La détention des actions françaises cotées », *Bulletin de la Banque de France*, n°80, pp.83-94 (août 2000)]. Cette augmentation reste toutefois inférieure à ce qu'elle est aux Etats-Unis. Dans les années 50, les investisseurs institutionnels possédaient moins de 3% des actions américaines. La proportion était de 8,7% en 1960 et 14,4% en 1970, pour s'élever ensuite à 20,8% en 1980 puis à 31,3% en 1990. A l'inverse, la proportion d'actions détenues par les ménages était de 85,6 en 1960 et de 68% en 1970, baissant à 59, 6% en 1980 puis à 51,2% en 1990. Ces chiffres illustrent la transformation de la physionomie des marchés sur un demi-siècle ou leur 'institutionnalisation' en référence à l'influence croissante des investisseurs institutionnels, principalement les fonds d'épargne collective (fonds de pension et autres 'mutual funds'). Voir à ce sujet : M. A. O' SULLIVAN, *Contests for Corporate Control – Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, p.155 (2000).

D'un point de vue normatif, le mouvement de 'financiarisation' a entraîné l'institutionnalisation de divers mécanismes trouvant leur justification dans la nécessité de satisfaire les attentes des investisseurs en termes de création de valeur financière⁵. Parmi ces mécanismes, l'actionnariat salarié occupe une place décisive. Conçu comme un dispositif visant à aligner les intérêts des travailleurs sur ceux des actionnaires, il participe d'une stratégie d'implication financière du personnel qui a pour effet supposé de stimuler l'effort collectif et d'obtenir ainsi un accroissement de la productivité des entreprises.

Dans cette thèse, nous proposons une analyse critique approfondie de ce dispositif de l'actionnariat salarié, en tant que celui-ci apparaît aujourd'hui, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, comme une des solutions proposées pour répondre à la nécessaire transformation des modes de gouvernance des entreprises en contexte de 'patrimonialisation'. Nous reconstruisons les présupposés théoriques du modèle de gouvernance qui sous-tend la conception 'incitative' de l'actionnariat salarié afin de montrer que, selon ce modèle, l'efficacité se réduit à la mise en place de mécanismes formels supposés générer, par eux-mêmes, les conditions de leur succès. Nous montrons qu'au sein même de la littérature économique contemporaine, se construit progressivement l'idée qu'une telle conception de la gouvernance est problématique, l'efficacité étant également conditionnée par la mise en place de dispositifs institutionnels incitant les acteurs à adopter des stratégies coopératives. L'hypothèse que nous entendons défendre est que, dans le domaine de l'actionnariat salarié, la production d'une gouvernance efficace appelle l'instauration de dispositifs institutionnels spécifiques, organisant la coopération entre les diverses parties intéressées (les salariés, les dirigeants, les actionnaires). En d'autres termes, le renforcement des exigences de coopération est une condition institutionnelle indispensable à la réalisation des effets incitatifs attendus. Précisons toutefois que la question des modalités pratiques

⁵ Ces mécanismes ont été institutionnalisés dans des chartes, des codes de bonne conduite ou des législations. Une des 'codifications' la plus célèbre est incontestablement « *The Corporate Governance Principles* » commandé en 1978 par l'*American Law Institute* et paru dans sa version définitive en 1993.

d'organisation de cette coopération se pose également mais qu'elle n'a pas pu être traitée dans cette thèse⁶.

Pour étayer notre hypothèse, nous effectuons une analyse comprenant deux niveaux distincts mais solidaires : un niveau 'empirique' (1) et un niveau théorique (2).

1. Au plan empirique, nous décryptons et analysons de manière approfondie, dans une perspective comparative, les régimes juridiques de l'actionnariat salarié aux Etats-Unis, d'une part et en France, d'autre part. Le point focal de notre analyse porte sur l'étude des modalités de gouvernance des parts détenues par les salariés. Le droit de l'actionnariat salarié constitue, en effet, un champ disciplinaire où s'atteste, de manière particulièrement exemplative, la nécessité de réfléchir à l'amélioration de nos dispositifs institutionnels de gouvernance. Nous avons choisi de nous concentrer sur l'étude des dispositifs de transfert d'actions aux travailleurs des grandes entreprises cotées ainsi que sur les dispositifs de participation aux bénéfices dans lesquels les sommes perçues, parce que leur distribution est différée, sont susceptibles d'être investies en actifs mobiliers. Ces dispositifs ont ceci de particulier qu'ils lient, directement ou indirectement, les politiques salariales au fonctionnement et à l'évolution des marchés financiers. Ainsi, nous ne traitons ni des firmes relevant du secteur coopératif ni des fonds de pension⁷. Le mécanisme des stock-options n'est pas analysé parce que, sauf exception, celui-ci n'a pas vocation à s'adresser à l'ensemble des travailleurs.

L'objectif de notre analyse empirique est triple. D'abord, nous montrons que le modèle de gouvernance des plans d'actionnariat salarié privilégié par le droit américain est un modèle de type 'actionnarial', c'est-à-dire tourné vers la valorisation des intérêts des actionnaires et fondé sur une logique individuelle et

⁶ Dans nos conclusions générales, nous expliquons pourquoi la réflexion sur les modalités pratiques de la coopération devrait être poussée davantage.

⁷ La problématique des fonds de pension n'est pas sans lien avec notre approche mais elle invite à toute une série de réflexions qui dépasseraient largement le cadre limité de cette étude et qui seraient susceptibles de faire l'objet, à elles seules, d'une thèse de doctorat supplémentaire (pensons, par exemple, au rôle des investisseurs institutionnels, au processus de transformation des pensions, etc.).

financière⁸. Il attribue à un organe unique – le ‘*trustee*’ – le soin de déterminer, sous le contrôle du juge, quelle est la solution qui maximise l’intérêt collectif et abstrait des parties concernées, celui-ci étant réduit à une dimension exclusivement monétaire (évaluable en argent). Ce modèle repose sur une représentation théorique qui, aujourd’hui, domine la plupart de la littérature juridique contemporaine sur la ‘*corporate governance*’ et qui est celle de la firme comme ‘*nexus of contracts*’. Sans rentrer dans son analyse, relevons seulement qu’en justifiant que la ‘*corporate governance*’ ne s’organise que par la seule référence aux intérêts des actionnaires, cette représentation conçoit l’actionnariat salarié comme un mécanisme contractuel à caractère incitatif. En cela, elle n’envisage pas la possibilité d’instaurer des dispositifs institutionnels organisant une coopération entre les différents acteurs concernés dans le but d’assurer la réalisation la plus efficiente possible de l’objectif recherché qui est d’accroître les performances des entreprises. Ensuite, au travers de la jurisprudence, nous identifions certains dysfonctionnements du dispositif américain ; ceux-ci ont trait, pour la plupart, à la possible instrumentalisation des plans d’actionnariat salarié par les dirigeants. Enfin, nous nous demandons si ces dysfonctionnements identifiés ne font pas apparaître la nécessité d’une modification du modèle actionnarial de gouvernance. Face à la pluralité des intérêts qui composent l’actionnariat salarié, les problèmes liés à leur articulation ne pourraient-ils pas être appréhendés de manière plus efficiente en organisant un dispositif partenarial mettant en présence discursive toutes les parties intéressées ? Nous effectuons alors une étude approfondie du droit français de l’actionnariat salarié, car celui-ci constitue un champ où s’expérimentent de façon sensible des dispositifs plus ‘partenariaux’ de gouvernance de l’actionnariat salarié (les partenaires sociaux et les représentants des travailleurs-actionnaires sont impliqués dans l’organisation et la gestion des plans d’actionnariat). En révélant l’émergence d’une évolution coopérative de la gouvernance de l’actionnariat salarié, le droit français invite à s’interroger sur les insuffisances éventuelles de l’approche contractualiste dominante.

⁸ Il s’agit d’une logique indexée à celle qui prévaut dans le domaine de la finance de marché.

2. Au plan théorique, nous mettons à jour les soubassements économiques du mécanisme de l'actionnariat salarié. Plus précisément, nous montrons que la manière dont le modèle contractualiste dominant - au nom duquel est justifié le recours accru à l'actionnariat salarié - construit l'exigence de coopération entre les divers intérêts concernés est insuffisante, comme l'atteste la pratique américaine. Pour ce faire, nous mobilisons trois approches théoriques qui, dans le champ de la gouvernance, font apparaître le caractère problématique de l'approche économique en terme de contrat, tant du point de vue épistémologique que du point de vue des solutions de gouvernance proposées. Nous examinons successivement la théorie des coûts de transaction d'Oliver Williamson, l'approche néo-institutionnaliste de Douglass North et l'approche comparativiste en terme de '*path dependency*' de Mark Roe. L'intérêt de ces approches réside moins dans leurs résultats que dans le besoin qu'elles traduisent d'interroger la conception formelle de l'efficacité qui est au cœur de la théorie contractualiste et qui empêche cette dernière de rendre compte de la nécessité de renforcer les exigences coopératives qu'appelle la réalisation d'une gouvernance efficace.

D'un point de vue méthodologique, il nous paraît utile d'apporter deux précisions quant à la portée de notre analyse.

La première précision a trait au choix que nous avons fait d'étudier les régimes américains et français d'actionnariat salarié au détriment d'autres régimes. S'agissant du droit américain, deux raisons peuvent être avancées. D'une part, le modèle américain constitue une référence dans les débats actuels sur l'actionnariat salarié. En effet, aux Etats-Unis, pour diverses raisons liées à des facteurs historiques, économiques et culturels, les dispositifs d'implication patrimoniale du personnel ont atteint un niveau de développement et de sophistication bien supérieur à ceux des pays européens (excepté la Grande-Bretagne). D'autre part, le droit américain traduit, de manière particulièrement

exemplative, l'influence du modèle contractualiste de l'entreprise et de sa gouvernance. Le mode de gouvernance des plans d'actionnariat salarié est de type actionnarial (ou '*shareholder*') c'est-à-dire tourné vers la valorisation des intérêts des actionnaires et fondé sur une logique indexée à celle qui prévaut dans le domaine de la finance de marché. S'agissant du droit français de l'actionnariat salarié, outre le fait qu'il compte parmi les plus avancés des différents droits européens, il a ceci de particulier qu'il fait appel à des modes de gouvernance organisant une certaine 'coopération' entre les différentes parties prenantes. Certes, le droit belge connaît aussi une évolution qui traduit un déplacement par rapport au modèle américain. Les dispositifs mis en place sont cependant trop neufs et trop faiblement développés que pour constituer un objet d'étude suffisamment pertinent.

La seconde précision concerne l'approche que nous entendons mobiliser et qui est celle de l'analyse économique du droit ('*Law and Economics*'). Même si la diversité des recherches déployées dans le champ de l'analyse économique du droit rend délicate toute tentative de la réduire à un schéma général, cette approche constitue un type particulier d'étude de la régulation juridique puisqu'elle applique la méthode et les cadres conceptuels de l'économie à l'étude des règles de droit. Notre rattachement à ce courant de recherche réside dans le fait que nous avons tenté de mettre à jour les soubassements de la justification du dispositif de l'actionnariat salarié, en faisant appel à plusieurs approches issues de la théorie économique néo-classique et de ses prolongements (ou correctifs) dans la veine néo-institutionnaliste et 'comparativiste'. Mais, quel intérêt y a-t-il à utiliser les instruments de l'économie pour rendre compte d'un mécanisme juridique ? Depuis les années 60, l'observation est faite, principalement aux Etats-Unis, que le modèle formaliste du droit libéral s'avère insuffisant pour réaliser les objectifs qu'impose toute démocratie moderne sous la contrainte du respect de multiples intérêts érigés en droits fondamentaux, que ce soit au niveau des politiques publiques ou au niveau de la pratique juridique elle-même. L'émergence de certains problèmes nouveaux exige, en effet, des formes de raisonnement que la dogmatique juridique traditionnelle, basée sur le commentaire descriptif et la mise en forme systématique des règles juridiques, ne suffit plus à nourrir.

L'importance accrue des notions à contenu variable, le développement des opérations de balance des intérêts qu'appelle le contrôle du respect des droits fondamentaux, le recours au contrôle marginal de l'administration, ..., constituent autant de pratiques que l'épistémologie positiviste n'a pas coutume de rencontrer.⁹ L'approche en terme d'analyse économique du droit constitue une des réponses¹⁰ apportées à cette 'crise' du formalisme juridique. L'idée est qu'un raisonnement en terme d'efficacité économique devrait être intégré au droit pour que celui-ci devienne un meilleur instrument de transformation sociale. Sans entrer dans plus de développements, signalons que cette approche économique de la régulation est aujourd'hui devenue dominante dans le monde juridique anglo-saxon ainsi que dans les cercles gouvernementaux tant américains qu'européens. Dans la mesure où elle structure et oriente les débats sur la transformation des modes de gouvernance de nos sociétés démocratiques, l'analyse économique pouvait donc être difficilement absente de notre étude sur l'actionnariat salarié.

Après avoir exposé la spécificité de notre démarche, il nous faut à présent en fournir le plan de mise en œuvre. Celui-ci se compose de trois parties.

- La première partie est subdivisée en deux chapitres et constitue, à elle seule, le volet empirique de notre démarche.

Dans le premier chapitre de cette partie, nous analyserons le régime juridique de l'actionnariat salarié aux Etats-Unis, au travers du mécanisme Esop (*'Employee Stock Ownership Plan'*). La démarche qui y sera la nôtre est double. D'une part, nous exposerons, au travers de la législation et de la jurisprudence, le modèle de gouvernance sous-jacent à ce dispositif. Nous verrons qu'il s'agit d'un modèle de type *'shareholder'*, c'est-à-dire tourné vers la valorisation des intérêts des actionnaires et fondé sur une logique financière. D'autre part, nous montrerons que

⁹ Comme nous le verrons dans le premier chapitre de notre première partie, la problématique du contrôle de conformité des décisions du gestionnaire aux intérêts des bénéficiaires des plans d'actionnariat salarié est, à cet égard, particulièrement révélatrice.

¹⁰ Voir à ce sujet, J. LENOBLE & M. MAESSCHALCK, *Toward a Theory of Governance : The Action of Norms*, Kluwer Law International, 1-363 (2003)

la pratique juridique atteste de certains dysfonctionnements ayant trait, pour la plupart, à la possible instrumentalisation des plans par les managers au détriment des finalités attribuées au mécanisme.

Dans le second chapitre, nous étudierons les dispositifs institutionnels encadrant l'actionnariat salarié en droit français. Il s'agira de montrer que ceux-ci témoignent, quoique de manière encore nuancée, d'une configuration plus 'partenariale' ou coopérative de l'actionnariat salarié. Précisons que, dans ce chapitre, nous avons étendu notre analyse aux trois mécanismes de participation financière¹¹ que sont l'intéressement, la participation légale et l'épargne salariale. En effet, le droit français – et c'est là une de ses caractéristiques – crée des passerelles entre plusieurs dispositifs d'implication patrimoniale des travailleurs, de façon à créer une architecture globale de participation financière susceptible de donner lieu à la constitution d'un actionnariat salarié.

- La deuxième partie, qui inaugure le volet théorique de notre démarche, est consacrée à l'approche théorique dominante en matière de gouvernance d'entreprise (ou '*corporate governance*') : la théorie contractualiste 'incitative' de la firme. L'objectif de cette partie consiste à analyser cette théorie au travers de ses deux variantes, la théorie de l'agence et la théorie des droits de propriété. Nous mettrons au jour les hypothèses initiales et la cohérence interne de chacune de ces théories pour ensuite étudier leurs implications en matière de *corporate governance* et d'actionnariat salarié. Nous montrerons que, dans ses différentes versions, l'approche contractualiste apporte un soutien non négligeable à la vision actionnariale de l'entreprise. Nous en soulignerons ensuite les aspects problématiques, tant du point de vue des solutions de gouvernance proposées que du point de vue du modèle de rationalité convoqué.

¹¹ La participation financière recouvre l'ensemble des techniques d'implication patrimoniale des travailleurs, c'est-à-dire les dispositifs de participation des travailleurs aux bénéfices ou au capital de leur entreprise.

- Dans la troisième partie, nous étayerons l'hypothèse selon laquelle les insuffisances de la théorie contractualiste conduisent cette dernière à oblitérer certaines conditions institutionnelles nécessaires à la production d'une gouvernance adéquate des firmes, au premier rang desquelles l'exigence de coopération. Pour ce faire, nous convoquerons trois perspectives qui nous paraissent particulièrement représentatives des reformulations de la théorie contractualiste : la théorie des coûts de transaction d'Oliver Williamson (chapitre 1.), l'approche néo-institutionnaliste de Douglass North (chapitre 2.) et l'approche comparativiste en terme de '*path dependency*' de Mark Roe (chapitre 3.). Analysées successivement et en suite logique, ces approches s'inscrivent dans une perspective théorique qui tend à élargir la question de la gouvernance à la prise en compte des intérêts d'autres parties que les seuls actionnaires.

A l'issue de ce parcours, nous reprendrons les éléments les plus saillants de notre analyse et nous en dégagerons les prolongements les plus évidents.

PREMIERE PARTIE

LE REGIME JURIDIQUE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE AUX ETATS-UNIS ET EN FRANCE

Cette première partie a pour objet d'effectuer une analyse qualifiée d' 'empirique', des dispositifs juridiques encadrant l'actionnariat salarié aux Etats-Unis (chapitre 1) et en France (chapitre 2). Le point focal de notre analyse porte sur l'étude des modalités de gouvernance des parts détenues par les salariés.

D'abord, au travers d'une analyse du régime des '*Esops*' en droit américain, nous montrerons que le dispositif institutionnel encadrant l'actionnariat salarié est rattachable à un modèle de gouvernance orienté vers la maximisation des intérêts des seuls actionnaires et fondé sur la prépondérance de la finance de marché.

Ensuite, nous mettrons à jour, principalement au travers de la jurisprudence, un certain nombre de dysfonctionnements générés par le dispositif *Esop*, ceux-ci résultant, pour la plupart, de l'instrumentalisation des plans par les managers, au détriment des intérêts des travailleurs.

Enfin, nous demandons si ces dysfonctionnements identifiés ne font pas apparaître la nécessité d'une modification du modèle actionnarial de gouvernance. Face à la pluralité des intérêts qui composent l'actionnariat salarié, les problèmes liés à leur articulation ne pourraient-ils pas être appréhendés de manière plus efficiente en organisant un dispositif partenarial mettant en présence discursive toutes les parties intéressées ? Nous effectuerons alors une étude approfondie du régime de l'actionnariat salarié en droit français. Celui-ci constitue, en effet, un droit où s'expérimentent de façon sensible des dispositifs plus 'partenariaux' (ou coopératifs) de gouvernance de l'actionnariat salarié, les partenaires sociaux et les représentants des travailleurs-actionnaires étant impliqués dans l'organisation et la gestion des plans. En cela, il donne implicitement à voir un modèle de gouvernance dans lequel la détermination de l'intérêt collectif passe, non par un renvoi au juge, mais par la reconstruction de procédures délibératives permettant aux divers intérêts de s'exprimer. S'agissant de l'analyse du droit français,

précisons que nous avons étendu notre étude aux trois mécanismes de participation financière que sont l'intéressement, la participation légale et l'épargne salariale. En effet, le droit français a ceci de particulier qu'il aménage des passerelles entre plusieurs dispositifs d'implication patrimoniale des travailleurs, ceux-ci donnant lieu, dans leur ensemble, à la constitution d'un actionnariat salarié.

CHAPITRE 1

**LE REGIME JURIDIQUE DE L'ACTIONNARIAT
SALARIE AUX ETATS-UNIS A TRAVERS
LE DISPOSITIF 'ESOP' ('Employee Stock Ownership Plan')**

Introduction

Aux Etats-Unis, pour diverses raisons liées à des facteurs historiques, économiques et politiques, les dispositifs d'actionnariat salarié ont atteint un niveau de développement et de sophistication bien supérieur à ceux des pays européens, excepté la Grande-Bretagne. Alors qu'en Europe, l'actionnariat salarié est un phénomène relativement nouveau, le droit américain connaît et régule ce mécanisme depuis longtemps déjà. Parmi les divers dispositifs visant à encourager l'actionnariat salarié, les '*Esops*' ('*Employee Stock Ownership Plan*') sont – avec les plans 401(k)¹² – les plus connus. La formule des *Esops* – qui connaît plusieurs variantes – permet l'acquisition immédiate, par les salariés, d'une participation au capital de la société à laquelle ils sont liés par un contrat d'emploi, le financement de cette participation étant réalisé progressivement sur les bénéfices de l'entreprise. Aux Etats-Unis, le succès du dispositif *Esop* s'explique tant par les incitants fiscaux qui lui sont associés que par les divers objectifs qu'il est susceptible de servir (précisément grâce aux avantages fiscaux). Il est difficile d'estimer avec exactitude le nombre d'*Esops* en vigueur, mais les statistiques fournies en 1999 par le '*National Center for Employee Ownership*' estiment à plus de 11.500 les entreprises ayant mis en place un *Esop*, au profit d'environ 9 millions de salariés, leur encours atteignant 300 milliards de dollars¹³.

Les *Esops* font l'objet d'un régime juridique qui se trouve à la croisée de plusieurs matières ('*pension law*', droit fiscal, droit financier et droit social). Dans son ensemble,

¹² Les plans 401(k) sont des plans de retraite financés, pour partie, en actions de la société-employeur. Utilisés dans la société Enron, nous en traiterons brièvement dans notre quatrième section.

¹³ National Center for Employee Ownership, *A Statistical Profile of Employee Ownership* (1999), disponible online, http://www.nceo.org/library/eo_stat.html.

la réglementation qui les régit est techniquement complexe et peu lisible. Elle est le fruit d'une stratification de normes disparates (d'origine tant législative que jurisprudentielle) qui sont, en grande partie, issues du droit applicable aux plans de pensions et fonds de retraite. Par ce fait, les enjeux fondamentaux qui traversent cette matière et qui, pour l'essentiel, ont trait à l'aménagement de la coexistence des différents intérêts en présence, sont souvent passés sous silence. Pourtant, au-delà de son aspect technique, l'étude du régime juridique des *Esops* permet de voir que le mode de gouvernance des plans privilégié par le droit américain est intimement lié à une conception 'contractualiste' de la firme et de sa gouvernance. Nous verrons dans, notre deuxième partie, que cette conception identifie la *corporate governance* à la *corporate finance*, la gouvernance de l'entreprise s'organisant par la seule référence aux intérêts des seuls actionnaires mis en position de 'créanciers résiduels'.

Le présent chapitre porte sur l'étude du régime juridique des *Esops* en droit américain. Il vise à décrire et analyser les caractéristiques institutionnelles de ces plans d'actionnariat salarié, telles que celles-ci apparaissent au travers de la législation et de la jurisprudence.

La démarche qui y sera la nôtre comporte trois niveaux d'analyse :

A un premier niveau, nous mettrons en lumière la spécificité des dispositifs institutionnels encadrant les plans *Esops*, afin de faire apparaître le modèle de gouvernance qui est privilégié. Nous verrons que ce modèle est un modèle de type '*shareholder*', c'est-à-dire tourné vers la valorisation des intérêts des actionnaires et fondé sur une logique financière, c'est-à-dire une logique indexée à celle qui prévaut dans le domaine de la finance de marché.

A un deuxième niveau, nous tenterons de montrer que la représentation théorique qui fonde la configuration institutionnelle adoptée par le législateur (et renforcée par la jurisprudence) est celle de la firme comme '*nexus of contracts*' et son corollaire la conception actionnariale de la gouvernance. Le présent chapitre se bornera à évoquer cette représentation théorique, celle-ci faisant l'objet d'un traitement plus spécifique dans la troisième partie de notre travail.

A un troisième niveau, nous montrerons que la pratique juridique atteste de certains dysfonctionnements ayant trait, pour la plupart, à la possible instrumentalisation des

¹³ National Center for Employee Ownership, *A Statistical Profile of Employee Ownership* (1999), disponible online, http://www.nceo.org/library/eo_stat.html.

plans par les managers au détriment des finalités attribuées au mécanisme. Ces dysfonctionnements se sont surtout manifestés au travers de la jurisprudence. Le juge est, en effet, l'instance qui a été convoquée pour suppléer aux insuffisances des dispositifs prévus par le législateur et assurer la réalisation efficiente des objectifs visés par ce dernier.

Après avoir exposé la spécificité de notre démarche, il nous faut à présent en fournir le plan de mise en œuvre. Celui-ci procède en cinq temps.

Dans un premier temps, nous définirons le mécanisme *Esop* dans ses différentes variantes et nous préciserons les diverses sources du droit qui les régissent. Préalablement, nous aurons pris soin de définir quelques notions et concepts issus du droit américain. Ensuite, nous retracerons un bref historique de l'expérience américaine, afin de mettre en lumière les principaux arguments qui ont été à la base des politiques publiques favorables à l'actionnariat salarié collectif. Nous évoquerons également la conception de la firme qui, selon la littérature scientifique dominante, est à la base du droit américain des *Esops*. Ce détour historique et théorique permettra de comprendre pourquoi, au delà de sa technicité, cette matière est au cœur des problèmes posés par les transformations contemporaines du système de corporate governance.

Dans un deuxième temps, nous analyserons les caractéristiques structurelles des plans d'actionnariat. Comment fonctionne un *Esop*, quel est le type de configuration institutionnelle privilégié par la législation et quelle y est la place des travailleurs et de leurs représentants ? L'objet de cette section sera de décrypter les ressorts du dispositif *Esop*, afin de mettre en lumière la manière dont le droit aménage la coexistence des divers intérêts en présence¹⁴.

Nous poursuivrons notre étude par la mise en lumière de cinq grands objectifs que les *Esops* ont été amenés à réaliser dans la pratique:

- l'instauration d'un régime d'épargne-pension ;
- l'acquisition d'un bien ou la réalisation d'un projet ;

¹⁴ Le droit fédéral impose aux entreprises un certain nombre de règles quant à la manière de structurer un *Esop*. En dehors des prescrits légaux, la liberté contractuelle prévaut. C'est notamment cela qui a fait dire à Richard Biernacki, ancien président de la 'Esop Association' : « *Esops are like snowflakes : no two are alike* ». (Cité dans J. LOGUE & J. S. YATES, « Worker Ownership American Style : Pluralism, Participation and Performance », *Economic and Industrial Democracy*, Sage London, vol.20, 226 (1999).

- la réalisation d’une restructuration économique;
- la transmission d’entreprises aux travailleurs ;
- la protection contre les prises de contrôle.

En prenant appui sur la jurisprudence, nous exposerons les problèmes posés par ces différents usages.

Dans un quatrième temps, nous évoquerons brièvement l’affaire Enron qui constitue, aujourd’hui, un exemple particulièrement symptomatique des dysfonctionnements inhérents au modèle américain d’actionnariat salarié. Nous verrons que cette affaire a enclenché un mouvement de réforme législative visant à améliorer les dispositifs existants.

Enfin, dans un cinquième et dernier temps, nous reprendrons les points les plus saillants de notre parcours afin d’en dégager des enseignements plus généraux.

I. Les *Esops* : présentation générale

Cette première section a une vocation de présentation générale du mécanisme *Esop*. Après avoir situé les *Esops* parmi les différentes formules d'actionnariat salarié reconnues par le droit américain, nous expliquons ce que recouvre exactement le mécanisme et ses différentes variantes. Ensuite, nous évoquons la spécificité du régime juridique auquel les *Esops* sont soumis. Nous poursuivons par une mise en perspective historique. Enfin, nous exposons le modèle théorique sur lequel repose, explicitement ou implicitement, le dispositif institutionnel encadrant les *Esops*. Nous nous limitons à une brève présentation de ce modèle car celui-ci est décrit et analysé dans la deuxième partie de notre thèse.

1.1. Les différentes formules d'actionnariat salarié reconnues par le droit américain

En droit américain, il existe diverses formules d'actionnariat salarié. Le législateur, principalement au travers du fameux '*Employee Retirement Income Security Act*' (ERISA) de 1974, a encouragé plusieurs dispositifs en leur attachant des incitants fiscaux. Parmi les plus significatifs, citons :

- Les '*Employee Stock Ownership Plans*' ou *Esops*, plans d'actionnariat collectif alimentés par des contributions de l'employeur et permettant aux salariés de percevoir, sous forme d'actions de leur société, un complément de revenus sur lequel ils bénéficient d'un différé d'imposition, le plus souvent jusqu'au moment de leur départ à la retraite.
- Les '*Profit Sharing Plans*' : plans permettant aux travailleurs de recevoir un intéressement annuel aux bénéfices en numéraire ou en actions de la société ou de toucher, à terme, l'équivalent en capital et intérêts, l'imposition étant

différée jusqu'à la distribution des gains.

- Les '*Stock Bonus Plans*' : plans qui offrent des actions aux travailleurs selon les mêmes critères que les *profit sharing plans*.
- Les '*Plans 401(k)*' : plans associant épargne salariale individuelle et contribution patronale, cette dernière étant obligatoirement investie dans des actions de l'entreprise. La contribution patronale et les intérêts produits par les placements ne sont imposables que lors de la distribution des actifs.
- Les '*plans d'options sur actions*' : plans utilisés par les entreprises pour motiver et fidéliser le personnel, le plus souvent les cadres. Ils visent à octroyer aux travailleurs des options leur ouvrant un droit à acquérir, durant une période déterminée, des actions de la société émettrice, à un prix fixé au moment de l'octroi des options. Le code fédéral des impôts en distingue plusieurs catégories dont les plus importants sont :
 - les '*Incentive Stock Options*', généralement offertes par l'entreprise aux cadres et soumises à un régime fiscal spécifique ;
 - les '*Non Qualified Stock Options*' qui peuvent être proposées non seulement aux salariés mais également aux fournisseurs ou partenaires de l'entreprise, leurs bénéficiaires étant assujettis à l'impôt sur le revenu lors de l'exercice des options et à celui sur les plus-values lors de la revente des actions ;
 - les '*Employee Stock Purchase Plans*', offrant à tous les salariés la possibilité d'acquérir des actions de leur société à un prix avantageux, le paiement étant prélevé sur les salaires; ils bénéficient d'un traitement fiscal avantageux.

Dans le cadre de cette étude, ce sont les *Esops* qui ont retenu notre attention. Trois raisons justifient cette décision. Premièrement, il nous a fallu faire des choix en terme de traitement de l'information et l'*Esop* nous paraît être le mécanisme le plus révélateur de la manière dont le droit américain traite de la question de l'actionnariat salarié.

Accompagné d'incitants fiscaux non négligeables, celui-ci offre l'avantage de permettre l'acquisition d'actions au profit des travailleurs grâce à un financement progressif à 'effet de levier'. Deuxièmement, cette étude porte avant tout sur les mécanismes d'actionnariat salarié instaurés à titre de complément de rémunération et non sur les plans utilisés à titre de fonds de retraite (comme les plans 401(k)) qui, pour la plupart, répondent à des exigences beaucoup plus fortes en terme de diversification des placements. Troisièmement, nous avons laissé de côté les formules d'actionnariat salarié individualisées et réservées à certaines catégories particulières de travailleurs, comme les cadres ou les dirigeants.

1.2. Définition du mécanisme *Esop*.

A titre préliminaire, il nous paraît utile de préciser ce que recouvrent exactement les notions de '*plan*' et de '*trust*', deux concepts-clés de cette matière.

Un '*plan*' est un programme ou une pratique mis(e) en place à l'initiative de l'employeur (quoique certains plans puissent être mis en place ou gérés en, tout ou partie, par des syndicats) dans le but d'offrir certains avantages aux travailleurs¹⁵. Un plan dispose d'une personnalité juridique propre et possède donc une existence tout à fait indépendante de celle de la société-employeur. A l'instar d'une société commerciale, il a le droit d'ester en justice, de conclure des contrats, d'acheter ou de céder des biens etc. De même, au niveau comptable et financier, le patrimoine du plan est distinct de celui de la société-instigatrice. La législation ERISA, qui sera évoquée dans le point suivant, rappelle d'ailleurs cette exigence de séparation qui a pour visée d'assurer une dissociation entre les actifs appartenant à l'entreprise et ceux détenus par le plan. En pratique, toutefois, la relation de proximité existant entre le plan et la société est telle que les dirigeants tendent à développer des stratégies d'instrumentalisation des plans, dans le but de tirer profit des avantages (fiscaux et autres) qui y sont attachés.

Contrairement au droit jurisprudentiel qui régissait la matière des pensions et des

¹⁵ Voir ERISA § 3(1)-(3).

'*employee benefits*' antérieurement à la législation ERISA¹⁶ et qui semblait hésiter à assimiler les 'plans' à des *trusts*, le législateur ERISA de 1974 impose à l'employeur le recours à la forme juridique du *trust* pour gérer le patrimoine constitué au nom et pour le compte des travailleurs dans le cadre des plans de pension et autres '*benefit plans*'.¹⁷

Le *trust* est une institution juridique typiquement anglo-saxonne qui organise un mécanisme de démembrement de la propriété d'un bien entre deux parties ; à l'une d'elle, le '*trustee*', est donné le devoir de détenir et d'administrer le bien pour le compte de l'autre, le '*beneficiary*'. Le *trust* facilite l'administration de biens là où les bénéficiaires ont des intérêts indivis ou successifs, comme c'est le cas pour les *Esops*. En effet, l'administration centrale et unifiée exercée par le *trustee* évite certaines des difficultés liées à l'action de diverses parties intéressées, notamment parce qu'il rend plus facile la gestion des biens en propriété indivise et rend les divers intérêts individuels plus faciles à coordonner. Il ne peut, en principe, y avoir de discussions et opinions différentes comme il y en a souvent entre un propriétaire et un usufruitier.

Le *trustee* doit rendre compte de son administration au bénéficiaire, celui-ci ayant un droit de regard sur l'action du premier. Les ressources confiées au *trust* n'entrent pas dans le patrimoine du '*trustee*' ; elles forment une masse bien distincte affectée à la réalisation des buts du *trust*¹⁸. Le *trust* peut avoir sa source dans un acte volontaire ou dans la loi. Dans le cas des *Esop*, le *trust* est légal car requis par la loi. En principe, c'est le '*trustor*' ou '*settlor*' qui constitue le *trust* et en détermine les modalités d'administration. Celui-ci nomme le *trustee* et édicte les principes d'administration du *trust*, pour autant que les instructions ne soient pas contraires au principe de base selon lequel le *trustee* doit toujours agir dans l'intérêt du bénéficiaire. En matière d'*Esop*, c'est la société qui a constitué le plan qui fait figure de *trustor*. Le ou les bénéficiaires peuvent être des personnes vivantes ou non encore conçues ou identifiées. Il suffit que celles-ci soient suffisamment déterminées ou déterminables. Dans le cas d'un *Esop*, le *trust* s'inscrit dans la durée car il implique la préservation d'une ressource à moyen ou long terme; il s'applique donc aux travailleurs présents et futurs.

¹⁶ La common law pré-ERISA comportait une tendance visant à considérer les plans de pension et autres '*benefit plans*' comme séparables en une série de contrats individuels unilatéraux octroyés aux travailleurs par l'employeur et soumis aux principes généraux du droit des obligations.

¹⁷ ERISA § 402(a)(1), 29 U.S.C § 1102(a)(1)(1998).

¹⁸ La théorie juridique anglo-saxonne n'a jamais reconnu à un *trust* une personnalité juridique, mais l'existence d'un fonds de *trust* représente une réalité et une unité juridique qui jouit d'une protection légale contre les créanciers du *trustee*. Aucun doute donc que, du point de analytique, le *trust* possède une quasi-personnalité, reconnue d'ailleurs dans le droit fiscal.

La catégorie particulière de *trust* qu'est le dispositif *Esop* est défini dans l'*Internal Revenue Code* (IRC) de 1986 (§ 401(a) et § 4975(e) (7)) ainsi que dans la loi *ERISA* (§407(d) (5)). Dans la mesure où le IRC propose des critères définitionnels plus stricts, c'est la définition du droit fiscal qui prévaut:

« *an Esop is a defined contribution plan ... which is a stock bonus plan¹⁹ which is qualified²⁰, or a stock bonus and a money purchase plan²¹ both of which are qualified under section 401(a) and which are designed to invest primarily in qualifying employer securities* ».

Un *Esop* est un plan à cotisations définies ('*defined contributions*'), c'est-à-dire un plan dans lequel chaque travailleur-participant possède un compte individuel alimenté par des contributions périodiques de l'employeur (du moins si celui-ci s'est engagé à contribuer) et des cotisations personnelles. Contrairement aux plans à prestations définies ('*defined benefit*'), il n'implique aucune garantie de rente ou de capital final²². Pour pouvoir être qualifié d'*Esop* et bénéficier des avantages fiscaux attachés à cette qualité, le plan doit répondre à diverses conditions prescrites par la législation fiscale. Il n'y a pas lieu, ici, d'entrer dans des détails techniques. Soulignons toutefois l'importance de la notion de '*qualifying employer securities*', seuls les titres qualifiés comme tels pouvant être détenus par un *Esop*. Les '*qualifying employer securities*' sont des titres de la société-employeur ou d'une société appartenant au même groupe de sociétés, qui sont échangeables sur un marché officiel de valeurs. En l'absence d'un tel marché, les titres de la société-employeur (ou de toute autre société liée) pourront être qualifiés d' '*employer securities*' s'ils comportent des droits de vote ainsi que des droits à percevoir des dividendes au moins égaux aux droits qui sont attachés aux

¹⁹ Un *stock bonus plan* est un plan de participation aux bénéfices, les bénéfices étant distribués aux travailleurs sous la forme d'actions de la société.

²⁰ Dans cette matière le terme '*qualified*' veut dire que, pour pouvoir bénéficier des avantages fiscaux prévus par la loi, un plan doit respecter un certain nombre de critères prévus dans la section 401 de l'IRC. Ces critères ont trait à l'existence d'un document écrit, à la transmission d'informations aux travailleurs, au respect de certaines exigences en termes d'acquisition (*vesting*) des droits par les travailleurs, etc. La législation ERISA prévoit également le respect de diverses exigences (relatives notamment à la prohibition de certaines transactions, à la transparence, ...) mais celles-ci n'interviennent pas à titre de critères discriminants pour décider du droit à bénéficier des avantages fiscaux.

²¹ Un '*money purchase plan*' est un plan de participation dans lequel l'employeur est obligé de verser des contributions annuelles à chaque travailleur-participant, ces contributions étant le plus souvent déterminées en fonction des niveaux de rémunération.

²² Dans les plans à prestations définies, l'employeur s'engage, en effet, à verser un montant déterminé de prestations, payable dès que le travailleur a atteint un âge ou une ancienneté donnée. La distinction entre plan à cotisations définies et plans à prestations définies sera décrite dans la section de notre texte consacrée à l'utilisation des *Esops* comme plans d'épargne-pension.

autres catégories d'actions émises par la société-employeur. En outre, pour satisfaire à la définition légale, un *Esop* doit être investi principalement (*'primarily'*) en actions de l'employeur. Le code n'offre pas d'indication quant à ce que signifie cette condition, mais la jurisprudence considère traditionnellement que 50% au moins des actifs détenus par un *Esop* doivent être investis en actions de la société-employeur²³.

Le mécanisme de base d'un *Esop* est le suivant. Un plan *Esop* est créé sous la forme d'un *trust* à l'initiative de la société-employeur, celle-ci n'étant pas tenue de soumettre le projet de plan à la négociation collective²⁴. L'employeur verse des contributions régulière au plan, soit sous la forme d'actions de la société, soit sous la forme d'argent liquide que l'*Esop* utilisera pour acheter des actions de la société employeur. Le portefeuille d'actifs détenu par le plan est composé majoritairement d'actions de la société-employeur et il est géré au bénéfice exclusif des travailleurs participants. Le principe veut que les actions soient soumises à un délai de blocage qui court jusqu'au moment où le travailleur quitte l'entreprise. Les travailleurs ne perçoivent pas immédiatement leurs parts, même si celles-ci leur ont été entièrement allouées. L'employeur bénéficie du droit de déduire fiscalement le montant des sommes ou des actions qu'il a versées au plan et les travailleurs bénéficient d'un report de taxation jusqu'au moment de leur départ de l'entreprise (nous y reviendrons). Le mécanisme d'actionnariat salarié est donc indirect : les travailleurs sont actionnaires de leur société par le truchement d'un dispositif intermédiaire, le plan, qui est géré en leur nom et pour leur compte.

On distingue deux catégories d'*Esops* : les *Esops* ordinaires et les *Esops* à effet de levier (*'leveraged Esops'*). Ces deux catégories fonctionnent selon des principes légèrement différents. L'*Esop* à effet de levier est celui le plus célèbre et le plus controversé, car, comme nous le verrons plus loin, il permet la réalisation d'objectifs

²³ P. DELAHAUT, « *Esops as a Corporate Finance Technique : Possibilities and Limits under ERISA* », 14 *Journal of Pension Planning and Compliance*, 37 (1988).

²⁴ Le recours à la négociation collective a toutefois été pratiqué par certaines entreprises (dans le secteur des transports aériens par exemple), notamment quand il s'agit de négocier des concessions salariales. La mise en place d'un *Esop* sert alors de contrepartie à une diminution des salaires traditionnels. Selon l'interprétation proposée par certains auteurs, dans les entreprises abritant une délégation syndicale, les éléments du plan qui sont rattachables à la rémunération doivent obligatoirement faire l'objet d'une négociation collective. Il n'en va pas de même pour les aspects structurels qui ressortent de la compétence exclusive du management (étant entendu que le chef d'entreprise peut décider volontairement de recourir à la négociation). Nous reviendrons sur cet aspect dans notre section consacrée aux caractéristiques structurelles des plans.

plus variés que les *Esops* ordinaires (notamment grâce aux avantages fiscaux qui y sont attachés).

- Dans le cas d'un *Esop* ordinaire, l'employeur verse des contributions régulières (en liquide ou en actions). Ces contributions sont allouées sur un compte au nom de chacun des participants, selon une formule déterminée dans l'instrument écrit établissant le plan. L'employeur a la choix de la formule (exemple : allocation proportionnelle aux salaires fixes), pour autant qu'il respecte certaines exigences comme celle de ne pas effectuer de discriminations entre les différentes catégories de travailleurs. Les titres sont alloués progressivement sur le compte des travailleurs mais la distribution proprement dite n'intervient que lors de l'échéance de la période de blocage, c'est-à-dire lors de la survenance de certains événements stipulés dans le plan (en général, il s'agit de la date du départ de l'entreprise). Dans le chef de la société, les contributions versées au plan sont fiscalement déductibles, à concurrence de 25% [IRC § 404 (a) (3)]²⁵. Si les contributions sont faites en actions, la déduction est calculée sur base de la valeur de marché des parts à la date de la contribution. Les travailleurs bénéficient d'un report de taxation sur les contributions qui leur sont versées par l'employeur et ce, jusqu'au moment de leur départ de l'entreprise (c'est-à-dire qu'ils ne sont taxés qu'au moment où ils perçoivent les actions qu'ils ont acquises dans le cadre du plan). Les dividendes versés aux participants sont entièrement déductibles par la société, qu'ils soient distribués en liquide ou versés dans le plan, pour autant qu'ils portent sur des actions allouées²⁶ et qu'ils soient versés aux participants endéans les 90 jours qui suivent la fin de l'année durant laquelle ils ont été attribués [IRC § 404 (k)]²⁷.

²⁵ Ces 25% sont calculés sur la valeur de l'ensemble des contributions versées aux participants du plan. Un plafond est également imposé. Il est fixé annuellement et doit être indexé en tenant compte de l'inflation.

²⁶ Les actions allouées sont les actions qui ont fait l'objet d'une individualisation et qui ont été formellement attribuées aux bénéficiaires, même si leur distribution proprement dite n'intervient qu'au moment de la levée de la période de blocage, à savoir au moment du départ de l'entreprise. Chaque travailleur en est, individuellement, propriétaire.

²⁷ Depuis le 31 décembre 2001, la société peut également déduire la contrepartie des dividendes que les travailleurs ont choisi de réinvestir volontairement en achat d'actions de la société (*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001*).

- Le fonctionnement d'un *Esop* à effet de levier (*'leveraged Esop'*) est plus sophistiqué puisqu'il fait appel à un emprunt permettant à l'entreprise de financer l'acquisition de capital par les travailleurs au moyen d'argent non taxé. Comme le souligne judicieusement Blasi: *«indebtenness is paid with pretax dollars.»*²⁸. Le mécanisme est le suivant : le plan contracte auprès d'une banque (ou d'un autre organisme de crédit) un emprunt garanti par l'employeur ; avec cet emprunt, il achète des actions de la société-employeur au profit des travailleurs. L'employeur verse au plan des sommes annuelles suffisantes pour pouvoir rembourser les annuités de l'emprunt. Au fur et à mesure qu'il reçoit ces sommes, le plan rembourse l'emprunt et alloue les actions aux travailleurs, conformément aux méthodes prescrites par le Trésor. Les parts non allouées sont détenues dans un compte d'attente (*'suspense account'*). Le législateur a associé des avantages fiscaux au mécanisme du *leveraged Esop*. Un des avantages principaux réside dans la possibilité qui est offerte à l'employeur de déduire les contributions qu'il verse au plan dans les limites prévues par l'IRC § 404(a) (9), c'est-à-dire, s'agissant des contributions servant à rembourser le principal de l'emprunt, une déduction à concurrence de 25% et, s'agissant des contributions servant à rembourser les intérêts de l'emprunt, une déduction intégrale. A l'instar du régime prévu pour les *Esops* ordinaires, l'employeur bénéficie d'une déductibilité des dividendes versés directement aux travailleurs ou versés au plan qui les reverse aux travailleurs. Le IRC prévoit également une déduction des dividendes payés en cash au plan pour autant que celui-ci les utilise afin de rembourser l'emprunt, cette dernière déduction jouant également pour les dividendes attachés aux parts non allouées. Avant 1996, la loi fiscale offrait un avantage fiscal supplémentaire : les prêteurs (banques et autres organismes de crédit) qui octroyaient un emprunt à un *Esop* étaient autorisés à déduire de leur revenu imposable 50% du montant des intérêts du prêt. Cette déduction permettait aux organismes de crédit de proposer des taux d'intérêts inférieurs à ceux du marché²⁹. ***Pour une explication graphique du fonctionnement d'un Esop à effet de levier, voir Annexes.***

²⁸ J. BLASI, *Employee Ownership : Revolution or Rippoff?*, New York: Ballinger, 3 (1988).

²⁹ Cette déduction a été abrogée en 1996 par le 'Small Business Job Protection Act'.

Les *Esops* à effet de levier ont suscité la controverse, certains estimant injustifiés les incitants fiscaux qui leur sont octroyés. Richard Doernberg et Jonathan Macey³⁰ soutiennent ainsi les que les *Esops* ne possèdent pas les vertus que leurs défenseurs veulent leur attribuer :

- Au lieu de créer de la richesse, les *Esops* se bornent à opérer un simple transfert d'argent au profit des entreprises et au détriment des contribuables.
- Les *Esops* à effet levier produisent des distorsions de concurrence, ces dernières étant de trois ordres :
 premièrement, les avantages fiscaux bénéficient avant tout aux entreprises '*labor-intensive*', car la déductibilité des contributions versées par l'entreprise au plan est plafonnée en fonction de la masse salariale (plus cette masse est importante, plus la somme déductible est grande.) ;
 deuxièmement, les entreprises qui utilisent un système de rétribution sous forme d'*Esop* sont avantagées au détriment de celles qui recourent à des modes plus traditionnels de rémunération ;
 troisièmement, s'agissant des comportements individuels d'épargne, un biais est créé puisque les investissements diversifiés sont pénalisés au profit des investissements non diversifiés.
- Les *Esops* génèrent des conflits d'intérêts, parce qu'ils sont susceptibles d'être détournés de leur objectif pour être utilisés dans le cadre de stratégies managériales spécifiques.

Doernberg et Macey condamnent le régime fiscal des *Esops* au nom de l'atteinte que celui-ci porte au mécanisme du marché du travail et des salaires. Selon eux, l'intervention étatique sert de substitut imparfait au processus spontané du marché qui, seul, permet de faire émerger les meilleures pratiques de rémunération. « *To give Esops favorable treatment is to give a regulatory preference to those firms that have a comparative advantage in offering Esops.* » (...) « *Unless Esop proponents can point to some sort of market failure to support the tax policies currently in place, we suggest that employers and employees determine in the free market the appropriate level of employee stock ownership rather than the Congress through tax incentives.* »³¹

³⁰ R. L. DOERNBERG & J. R. MACEY, "Esops and Economic Distorsion", 23 *Harvard Journal on Legislation*, 103 (1986).

³¹ *Ibidem.*, 111 et 120.

1.3. La spécificité du régime juridique des *Esops*.

C'est en 1973 et sous l'impulsion du Sénateur Russell Long que les *Esops* sont arrivés sur le devant de la scène : diverses initiatives voient le jour à l'effet d'encourager, par l'octroi d'incitants fiscaux intégrés dans la loi fédérale, la participation des travailleurs au capital de leur entreprise. Les promoteurs du projet tentent d'abord d'encourager les *Esops* au travers du *Trade Act* de 1974 qui, s'agissant de prêts octroyés par le Département du Commerce, favorise les sociétés ayant recours à l'actionnariat salarié. Des incitants sont ensuite intégrés dans la législation fiscale fédérale, par le biais d'amendements successifs à la loi de finance annuelle. De 1977 à 1981, à l'initiative de certains parlementaires, différentes lois sont promulguées afin de promouvoir les *Esops*, dans le but de préserver l'emploi et encourager les petites entreprises.

Du point de vue de la structuration du dispositif, c'est la loi ERISA³² qui constitue l'armature juridique du dispositif *Esop* ; elle en régit le mode de fonctionnement ainsi que les droits et devoirs des parties prenantes.³³ ERISA fournit un cadre juridique très précis qui comporte à la fois des règles prescriptives mais aussi des règles prudentielles. Les règles prudentielles, par opposition aux règles prescriptives, sont les règles qui visent à imposer le respect de certains standards de prudence dans la gestion des actifs investis et qui, par ce fait, donnent une marge d'interprétation plus grande au *trustee* qui est chargé de les appliquer (ainsi qu'au juge qui doit contrôler, en dernier ressort, le comportement du *trustee*). Nous verrons qu'ERISA impose au *trustee* le

³² Cette législation, qui date de 1974, trouve son origine dans la volonté politique de mettre fin aux discriminations ainsi qu'aux insécurités générées par les plans de pension et de retraite. Un des catalyseurs de cette évolution fut sans doute la retentissante faillite de la société 'Studebaker' en 1963 qui toucha plus de 4000 travailleurs et révéla l'existence d'un plan de pension totalement sous-financé (les participants, dont les droits à la pension étaient pourtant totalement acquis, ne reçurent que 15% de la valeur de leur pension !). A l'instar de ce qui se passe aujourd'hui suite à l'affaire Enron, la faillite de Studebaker donna lieu à une réflexion sur les dysfonctionnements liés à l'épargne-pension (précarisation des travailleurs âgés, inégalité d'accès aux plans de pension, refus abusif d'octroi des droits à la pension, etc) et suscita une intervention des pouvoirs publics dans un domaine qui était traditionnellement considéré comme ressortissant de la compétence exclusive du secteur privé. ERISA se donna pour objectif, d'une part, d'étendre la couverture des plans de pension et autres '*benefit plans*' et, d'autre part, de protéger les droits ainsi que les attentes des travailleurs. Pour ce faire, elle prescrit des règles de financement, de participation et d'acquisition des droits, impose aux plans de type 'bénéfices définis' ('*defined benefit pension plan*') la souscription d'une assurance couvrant les obligations qui découlent de la résiliation des plans, prohibe certaines transactions et impose des exigences de rendement comparable au marché. Elle fait également peser des fortes contraintes sur les gestionnaires de fonds, ces derniers étant dorénavant tenus de respecter certains standards de conduite (en termes de diversification du portefeuille, de liquidité et de rentabilité attendue).

³³ L'IRC, quant à lui, contient la base légale du régime fiscal des *Esops*.

respect de certaines obligations fiduciaires qui sont de nature prudentielle (respect des devoirs de loyauté et de diligence dans la gestion des sommes, principe de 'bénéfice exclusif', etc.).

A première vue, l'inclusion des *Esops* dans ERISA peut sembler surprenante, car, dans l'esprit de ses promoteurs, le mécanisme *Esop* n'avait pas pour objectif premier la constitution d'une épargne-retraite³⁴. Toutefois, à défaut de temps pour élaborer une réglementation spécifique, le législateur a considéré qu'ERISA constituait le cadre institutionnel le mieux adapté pour régir ce type de mécanisme³⁵. Vu leur intégration dans ERISA, les *Esops* sont soumis au type de régulation propre à la '*pension industry*' : les plans sont gérés selon une logique financière (ou patrimoniale), les travailleurs étant considérés comme les 'bénéficiaires' d'un patrimoine géré à leur profit (par ce fait, ils sont privés de l'exercice de certains droits et devoirs attachés au statut traditionnel d'actionnaire). Cela dit, en dépit de leur rattachement au droit des pensions, les *Esops* ne sont pas, sensu stricto, assimilables à des plans de pension. Ils échappent, notamment, au principe de diversification des placements. Au contraire, les *Esops* sont légalement tenus d'investir prioritairement en actions de la société-employeur. Selon Louis Kelso, un des promoteurs du mécanisme: « *diversification is for the already rich* »³⁶. Dans sa conception, malgré le fait que les *Esops* comportent un niveau plus élevé de risques que les placements diversifiés, ces risques sont acceptables et nécessaires dans la mesure où, contrairement à l'octroi d'un portefeuille diversifié, l'actionnariat sous forme d'*Esop* contribue à l'alignement des intérêts des travailleurs et des actionnaires et donc à l'accroissement de la productivité économique.

1.4. Historique et ratio legis.

La tradition de l'actionnariat salarié, comme pratique et comme idéologie, remonte à la fin du 19^e siècle. Elle a d'abord été développée dans le cadre du mouvement coopérativiste dont l'objectif était d'encourager la création d'entreprises

³⁴ "The *Esop*'s primary purpose, however, is not to serve as a retirement vehicle but rather, to serve as an incentive for corporations to structure their financing in such a way that employees can gain an ownership stake in the company for which they work": Statement of senator Long introducing the Employee Ownership Act of 1983, 129 Cong. Rec. S. 16,637 (daily ed. Nov.17, 1983).

³⁵ Voir à ce sujet, C. ROSEN, « How well are *Esops* Working ? », 28 *Tax Notes*, 1606 (sept.30., 1985)

³⁶ L. KELSO & HETTER, "Employee Stock Ownership Plans: a Micro Application of Macro-Economic Theory", 26 *Am. U. L. Rev.*, 530 (1977).

‘démocratiques’ c’est-à-dire gérées et contrôlées par les travailleurs (les droits de vote étant répartis en fonction de la règle, ‘une personne, une voix’)³⁷. Entre 1878 et 1886, les ‘*Knights of Labor*’ (précurseurs de la ‘*American Federation of Labor*’) ont encouragé la constitution d’une centaine de sociétés coopératives. En 1880, le Sénateur Lelan Stanford (fondateur de l’Université du même nom) fait écho à ce mouvement et dépose devant le Congrès plusieurs propositions visant à promouvoir l’actionnariat des travailleurs, par le biais des coopératives³⁸.

Dans les années 1920, l’idée de la participation des travailleurs au capital gagne des adeptes parmi le patronat. Désireux d’expérimenter de nouveaux modes de gestion du personnel générateurs de gains accrus en terme de productivité, plusieurs grands chefs d’entreprises font du lobbying législatif en vue d’introduire des incitants au profit de l’actionnariat salarié. Les premières mesures fiscales sont introduites dans le ‘*Revenue Act*’ de 1921. En 1929, Robert Brookings, auteur de divers travaux en matière de politique publique et fondateur de la célèbre Brookings Institution, publie un livre dans lequel il défend le concept d’actionnariat salarié ainsi que la nomination de représentants des travailleurs au Conseil d’Administration des sociétés³⁹. L’intérêt pour l’actionnariat salarié décroît ensuite durant l’entre-deux guerres, suite à la grande dépression économique qui frappa les Etats-Unis. Il faut attendre les années 60 pour que le concept connaisse un regain d’actualité : Louis O. Kelso⁴⁰, juriste et banquier de San Francisco, entreprend une campagne en faveur de l’actionnariat salarié dans le but de sensibiliser les politiques à la nécessité d’enrayer le processus de concentration de la richesse économique. Pour Kelso, le système économique américain se caractérise par un niveau trop important de concentration des richesses. Prenant appui sur diverses analyses empiriques et statistiques, il montre qu’aux Etats-Unis, la propriété du capital est dans les mains d’un nombre très restreint de personnes (physiques et morales) et

³⁷ Même s’il conserve de nombreux adeptes, le mouvement coopérativiste est demeuré minoritaire dans le débat sur l’actionnariat salarié. Les raisons de cet insuccès sont complexes et variées. Un des principaux problèmes réside dans le fait que les entreprises dotées d’une structure coopérative tendent rapidement à se transformer en entreprises traditionnelles, parce que la proportion d’actionnaires parmi les salariés diminue au fil des années et/ou parce que les propriétaires-salariés décident de vendre à des investisseurs extérieurs.

³⁸ Voir L. ALTENBERG, « Beyond Capitalism : Leland Stanford Forgotten Vision », in *Sandstone and Title 14* (Winter) : Stanford Calif. : Stanford Historical Society, 8-20 (1990).

³⁹ R. S. BROOKINGS, *Economic Democracy : America’s answer to Socialism and Communism*, Macmillan Co (1929).

⁴⁰ L. KELSO & M. ADLER, *The Capitalist Manifesto* (1958), L. KELSO & M. ADLER, *The New Capitalists: a Proposal to Free Economic Growth from the Slavery of Savings* (1961); L. KELSO & P. HETTER, *How to Turn Eight yMillion Workers into Capitalists on Borrowed Money* (1967); L. KELSO & P. HETTER, *Two -Facto Theory: The Economics of Reality* (1967).

que, pour financer leur développement et leur expansion, les entreprises tendent à se tourner vers ces mêmes personnes, car celles-ci possèdent la part la plus importante de la richesse nationale⁴¹. Kelso estime que le capitalisme et la démocratie ne peuvent continuer à coexister harmonieusement en présence d'une telle tendance à la concentration des richesses. Selon lui, pour poursuivre l'idéal de liberté et de démocratie qui est à la base du capitalisme américain, la propriété du capital doit être dispersée plus largement. Reprise à nouveaux frais, l'idée de l'actionnariat salarié est supposée permettre la réalisation de cet objectif. En effet, dans la mesure où il conduit à la constitution d'un patrimoine mobilier au profit des salariés, l'actionnariat salarié constitue un instrument permettant de réaliser une meilleure répartition des richesses. Dans son ouvrage, *'The Capitalist Manifesto'*, Kelso expose sa théorie intitulée *'Second Income Plan for workers'*: l'acquisition de capital à l'aide d'un *Esop* financé par un crédit bancaire à effet levier est susceptible de créer de la richesse sans requérir aucune épargne ni aucun investissement de la part des travailleurs. Les *Esops* contribuent à la création d'une nouvelle classe d'actionnaires, les travailleurs, tout en étant générateurs de revenus pour ces derniers puisque, grâce à l'effet levier du mécanisme, les entreprises peuvent offrir à leurs travailleurs un supplément de revenus issu des dividendes attachés aux actions acquises par le plan. *"Esop financing provides growth or working capital for the corporation while simultaneously building ownership of the new assets into the corporation's employees – and it does this without cost to the employees and without diluting the existing corporate ownership rights."*⁴² Le but visé par le *'Second Income Plan'* consiste donc à tabler sur un accroissement continu du stock de capital détenu par les *Esops* et sur une augmentation des revenus perçus sous la forme de dividendes. Comme le souligne Michael Melton: *"a recurrent theme in his (Kelso) analysis is the ability of debt financing to generate income"*⁴³. La nature exacte de cet accroissement de richesse ainsi que l'utilisation qui doit en être faite n'ont jamais vraiment été explicités par Kelso qui s'est borné à souligner: *"capitalistic equity-sharing enables the worker gradually to shift, over the period of his employment, from absolute dependence on toil as the source of his income to dependence, in a substantial degree, on his ownership of a capital interest."*⁴⁴

⁴¹ Voir à ce sujet, J. R. BLASI, *Employee Ownership through Esops: Implications for the Public Corporation*, Work in America Institute; Studies in Productivity, Pergamon Press 5 (1987).

⁴² L. KELSO & HETTER, *op.cit.*, 527 (1977).

⁴³ Michael W. MELTON, "Demythologizing Esops", 45 *Tax Law Review*, 364 (1990).

⁴⁴ L. KELSO & M. ADLER, 192 (1958).

En 1973, Kelso persuade le Sénateur Russell Long, impliqué dans la conception de la loi ERISA, de l'intérêt de son dispositif. Convaincu par la thèse de Kelso, Long entame une longue campagne législative en vue de promouvoir les *Esops* et les intégrer dans la législation⁴⁵. Il parvient à gagner l'adhésion de la majorité des parlementaires. C'est ainsi que, de 1974 à 1978 furent édictées une série de lois visant à promouvoir les *Esops* en leur octroyant un statut fiscal avantageux.

Les travaux parlementaires font apparaître trois grands types d'arguments favorables aux *Esops*. Ceux-ci constituent, en quelque sorte, la *ratio legis* de la législation.

Le premier argument concerne l'élargissement de l'accès au capital. Il est habituellement considéré comme justifiant l'octroi d'un régime fiscal incitatif. *"America possess only a scanty sprinkling of capitalists."*⁴⁶ (...) *"Tomorrow's economic system will be born out of the decisions that we in this Chamber make today ... We simply must enact incentives to insure that tomorrow's free enterprise system is financed so as to be more broadly owned... By enacting such incentives, we can bring about a new sense of connection and participation. That, in turn, will help us to more fully enlist the drive, enthusiasm and intelligence of the American public"*⁴⁷.

Le deuxième argument renvoie à la possibilité d'utiliser les *Esops* comme des instruments financiers et/ou managériaux au service des entreprises: *"Leveraged Esops can be used for financing corporate growth, tender offers, acquisitions, going private, or increasing the corporation's working capital. Leveraged Esops are thought to be especially useful in mergers or divestitures of subsidiaries and shareholder buyouts"*⁴⁸

Le troisième argument, repris par divers groupes d'intérêts, a trait à l'utilisation des *Esops* (et principalement les '*leveraged Esops*') comme outils pour réformer les politiques sociale et industrielle. William Levin le résume de la manière suivante: *"employee ownership has been promoted, inter alia, as (1) the means to*

⁴⁵ Voir: R. LONG, « Employee Stock Ownership Plans : Spreading the Wealth to the Average American Worker », 26 *Am. U. L. Rev.*, 515, 518 (1977).

⁴⁶ Long Statement, 129 *CONG. REC.* S16630 (daily ed. Nov. 17, 1983)

⁴⁷ Long Statement, 129 *CONG. REC.* S16638 (daily ed. Nov. 17, 1983)

⁴⁸ Long Statement, 129 *CONG. REC.* S16636 (daily ed. Nov. 17, 1983)

restructure the shop floor and guide the flow of capital, technology and human resources into more creative systems of self-management; (2) early evidence of a coming Second Industrial Revolution...characterized by participation and ownership of the means of production, (3) the vehicle for fulfilment of responsible social justice in America and (4) as an attractive and practical third way between market capitalism and state socialism."⁴⁹

Toutefois, comme le souligne avec cynisme un commentateur, l'argument de démocratisation du capitalisme était, à l'époque, un argument purement rhétorique. De l'aveu même de ses promoteurs, la législation *Esop* n'avait pas pour objet ou pour visée le bouleversement des structures de pouvoir. *"If Congress genuinely intended the Esop program to reorder the structure and practice of capitalism in the United States, it is improbable that the legislative debate would have been characterized by the observation that 'Employee ownership has met with no opposition in Congress.'*"⁵⁰

Dans le même ordre d'idée, un célèbre lobbyiste⁵¹ a affirmé que, si le programme *Esop* a engendré un tel degré d'adhésion parmi la classe politique, c'est à cause de son impact relativement faible sur la répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise. Loin d'avoir été conçu comme un instrument de réalisation d'une plus grande justice sociale, le mécanisme *Esop* tend plutôt à renforcer et à stabiliser le capitalisme financier en lui donnant une assise plus large.⁵² A cet égard, il est symptomatique de constater que le Congrès a explicitement reconnu que le dispositif pouvait être utilisé comme technique de '*corporate finance*'.

⁴⁹ W. R. LEVIN, « The False Promise of Worker Capitalism : Congress and the Leveraged Employee Stock Ownership Plan », 95 *Yale Law Journal*, 149, note 6 (1985).

⁵⁰ HOERR, T., "Esops : Revolution or Ripoff ?", *Bus. Wk.*, 86 (Apri. 15. 1985).

⁵¹ Voir l'allocution de Luis Granados, ancien '*Legislative Counsel*' de l' '*Esop Association of America*' à la Conférence sur l'actionnariat salarié, 26 Avril 1985.

⁵² L'idéologie qui est à la base des *Esops* est en partie liée à la manière dont les Etats-Unis ont, historiquement, conçu la démocratie économique. Cette dernière est envisagée en terme individualiste, comparativement à l'Europe où elle prend des formes plus collectives. Elle trouve en partie ses origines dans l'idéal nationaliste 'jeffersonnien' valorisant une nation composée d'entrepreneurs indépendants. Cette idée est bien exprimée dans un ouvrage de Robert Dahl, un des principaux théoriciens de la démocratie pluraliste de l'Amérique d'après-guerre. [R. DAHL, *Dilemmas of Pluralist Democracy*, New Haven C.T., Yale University Press (1982) ; voir aussi *A Preface to Economic Democracy*, Berkeley, University of California Press (1985). Notons que le thème de l'actionnariat salarié a été repris tant par les Républicains que par les Démocrates. Ronald Reagan a ainsi déclaré : « *could there be any better answer to the stupidity of Karl Marx than millions of workers sharing in the ownership of the means of productions ?* » cité dans R. RUSSELL « Using Ownership to Control : Making Owners Workers in te Contemporary United States », *Politics and Society* 13(3) : 253 (1984). Dans les années 80 et sa 'révolution conservatrice', la technique de l'actionnariat salarié fut présentée comme étant un moyen, parmi d'autres, pour réduire les dépenses étatiques en matière de sécurité sociale. En encourageant l'accès des travailleurs au marché financier, on desserre l'étau qui pèse sur l'Etat et la collectivité.

1.5. *Esops* et théorie de la firme

D'un point de vue théorique, le mécanisme des *Esops* s'enracine dans un modèle dont l'influence traverse les divers champs disciplinaires qui se sont intéressés à la question de l'entreprise. Ce modèle, qui est à la base de l'approche dominante en matière de gouvernance d'entreprise, est celui de la firme comme '*nexus of contracts*'⁵³. Il s'inscrit, lui-même, dans la théorie économique des contrats incitatifs. Il n'y a pas lieu, ici, de développer ce modèle, car il fait l'objet de la deuxième partie de notre thèse. A ce stade, nous voudrions juste en souligner quelques traits essentiels.

Le problème des incitations n'existe pas dans les modèles de marchés concurrentiels purs avec information parfaite : les agents prennent des décisions sans avoir à en référer à qui que ce soit, les choix des autres agents leur étant transmis par les mécanismes du marché (au travers du vecteur des prix). Au contraire, dans les modèles économiques qui étudient les organisations, la question des incitations est centrale. Les firmes y sont comprises comme des assemblages structurés d'agents qui adhèrent, au moins partiellement, à des objectifs communs, sur la base de motivations différenciées. Elles ont pour fonction, entre autres choses, de traiter et de produire de l'information (entendue au sens usuel mais aussi au sens plus théorique d'un ensemble de signaux disparates portant sur des quantités ou des qualités). Les divers participants d'une entreprise détiennent des informations mais aussi des savoirs ou des compétences qui ont une valeur cruciale et déterminante pour l'efficacité (comprise ici en terme de maximisation de la 'rente organisationnelle'). Outre le fait qu'ils peuvent avoir des interprétations diverses, voire contradictoires, des objectifs de l'organisation, ils développent des sous-objectifs qui leur sont propres et qui peuvent les conduire à retenir de l'information ou à diminuer leur effort. La mise en place de contrats incitatifs a précisément pour objectif de contourner ces difficultés, en les incitant à transmettre les informations nécessaires à la décision et à produire des comportements maximisant l'effort collectif.

⁵³ Il convient de souligner que le concept économique de contrat ne recouvre pas le concept juridique. Alors que les juristes définissent le contrat comme un accord de volonté formel bénéficiant du soutien de la sanction légale (*enforceability*) et entraînant des obligations pour chacune des parties, les économistes ont une conception plus large du contrat puisque celui-ci recouvre également certaines attentes (*expectations*) communes aux parties à la relation, même si ces attentes ne sont pas explicitement formulées.

Le dispositif *Esop* s'inscrit dans la lignée de ces mécanismes incitatifs car il repose sur un système de partage des bénéfices visant à optimiser la collaboration des travailleurs⁵⁴. En effet, une des vertus supposée de l'actionnariat salarié consiste à aligner les intérêts des travailleurs sur ceux des actionnaires et donc à inciter les travailleurs à maximiser leurs efforts en vue d'accroître la rente organisationnelle. A partir du moment où ils deviennent actionnaires, les travailleurs sont plus étroitement associés à l'amélioration de la performance de leur entreprise puisque, à l'instar des actionnaires 'traditionnels', ils reçoivent le rendement résiduel résultant de la production, c'est-à-dire ce qui reste une fois payés les différents fournisseurs de ressources (créanciers, fournisseurs, travailleurs, etc.) conformément aux obligations contractuelles. Comme le relève David Millon, « *(worker) ownership can bring about higher worker effort levels through greater organizational commitment, motivation and sense of 'being part of a team'. Enhanced job satisfaction can increase worker morale, which in turn can favourably influence job performance. Because ownership gives workers a direct stake in the benefits of their own increased output, they know that they, rather than investors, will reap the fruits of their efforts.* »⁵⁵ Les coûts d'agence s'en trouveront également réduits : en tant qu'actionnaires, les travailleurs doivent supporter les coûts découlant des comportements opportunistes qu'ils adoptent en tant que travailleurs ; il auront donc tendance à coopérer⁵⁶. On verra, en effet, que la théorie des incitations est intimement liée à l'étude des relations d'agence entre les différentes parties prenantes de l'entreprise. Toute organisation génère des problèmes d'agence dans la mesure où les décisions des individus interviennent dans un contexte fait de relations d'autorité et de rapports hiérarchiques, que viennent renforcer des mécanismes de contrôle. Analysé dans les termes de la théorie de l'agence, l'actionnariat salarié constitue une réponse au problème suivant : si un principal (l'employeur⁵⁷) dépend d'un agent (un travailleur) pour la réalisation d'un objectif ou

⁵⁴ Le modèle des contrats incitatifs de Bonin-Weitzman repose ainsi sur un système de partage des bénéfices de manière à optimiser la participation des différentes classes d'agents d'une entreprise ; voir J.P. BONIN, « On the design of managerial incentives structures in a decentralized planning environment », *American Economic Review*, vol.66, n°4, 687-700 (1976) ; M.L. WEITZMAN, « Prices vs Quantities », 41 *Review of Economic Studies*, 50-65 (1974).

⁵⁵ D. MILLON, « Enron and the Dark Side of Worker Ownership », 1 *Seattle Journal for Social Justice*, 116 (2002).

⁵⁶ Voir A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, « Production, Information Costs and Economic Organisation », 62 *American Economic Review*, 777-795 (1972); M. C. JENSEN & W. H. MECKLING, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », 3 *J. Fin. Econ.*, 305 (1976); H. HANSMANN, « When Does Worker Ownership Work ? Esops, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy », 99 *Yale Law Journal*, 1749 (1990);

⁵⁷ Selon ce raisonnement, les intérêts des actionnaires, du dirigeant et de l'employeur sont supposés confondus.

d'un ensemble d'objectifs, quel système de compensation doit-il adopter pour inciter cet agent à se comporter conformément à ce qu'il souhaite ? En d'autres termes, l'actionnariat salarié est un mécanisme incitatif à caractère monétaire qui permet à l'employeur de surmonter la difficulté provenant de la non-observabilité de l'action du travailleur. Il permet de limiter les coûts d'agence entraînés par les divergences d'intérêts entre les deux parties, c'est-à-dire les coûts de surveillance ou de contrôle (les frais engagés par l'employeur pour tenter de limiter le comportement opportuniste du travailleur), les coûts d'obligation ou de dédouanement (les coûts engagés par le travailleur pour convaincre l'employeur qu'il œuvre au mieux de ses intérêts) et les coûts résiduels (qui correspondent à la perte d'utilité subie par l'une et l'autre des parties par suite de leur divergence d'intérêts)⁵⁸. L'actionnariat salarié constitue donc un mode de résolution des conflits ayant pour objet la fixation contractuelle de la contrepartie, d'une part, des efforts déployés par les salariés et dirigeants pour maximiser la richesse des actionnaires et, d'autre part, de l'investissement non diversifiable de leur capital humain dans l'entreprise. La perte éventuelle d'utilité que peuvent subir les travailleurs en concentrant leur investissement financier et humain dans l'entreprise est en partie compensée par la réduction du risque de perte d'emploi qui résulte de l'appréciation des performances individuelles et collectives liées à leur motivation accrue.

Les modèles incitatifs et de l'agence ont donné lieu à diverses études empiriques fondées sur les techniques classique, en finance, d'analyse d'événements. Pour l'essentiel, ces études visent à mesurer les réactions du marché boursier suite à l'adoption d'un *Esop*, que ce soit dans le contexte d'une OPA ou non. Les résultats sont assez hétérogènes et ils ne font pas l'unanimité. Une des questions qui se pose est notamment celle de savoir si les firmes étudiées ne sont pas plus productives que les autres parce que 'mieux gérées' ou appartenant à un secteur plus favorisé. Si tel est le cas, une partie au moins de ce qui apparaît comme des effets de productivité pourrait provenir d'autres facteurs que les *Esops*.⁵⁹

⁵⁸ Comme nous le verrons dans notre deuxième partie, toute relation d'agence implique toujours des coûts résiduels car la solution de coordination est toujours comprise comme un équilibre de second rang, l'équilibre global de premier rang ('*first best*') étant inatteignable. Voir à ce sujet, P. DESBRIERES, *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, Paris, Economica, 60 (1991).

⁵⁹ Pour une présentation détaillée de ces études, voir P. DESBRIERES, « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in G. CHARREAUX (ed.), *Le Gouvernement des Entreprises – Corporate Governance- Théories et Faits*, Paris Economica, 397-417 (1997).

II. Les caractéristiques structurelles des *Esops*

« Whatever the motivation for adopting Esops, however, one of the most striking facts about them is that they generally provide for participation only in earnings and not in control. »

Henry Hansmann 60

La présente section est consacrée à l'examen des caractéristiques structurelles du mécanisme *Esop* et plus particulièrement aux mécanismes de gouvernance des plans d'actionnariat privilégié par le droit américain. D'une part, il s'agit de montrer que la manière dont le droit a configuré la participation repose, pour partie, sur un modèle de l'entreprise tourné vers la valorisation des intérêts des seuls actionnaires et fondé sur une logique financière. En effet, étant régis par la législation sur les plans de pensions, les *Esops* sont fortement influencés par la logique de régulation qui prévaut en cette matière et qui repose, en grande partie, sur les principes généraux du *trust* et les critères prudentiels issues de la finance moderne (principalement en ce qui concerne les exigences de sécurité et de prudence dans la gestion des actifs financiers). D'autre part, il s'agit de mettre en lumière un certain nombre de dysfonctionnements qui, pour la plupart, résultent de la possible instrumentalisation des plans par les managers, au détriment des finalités attribuées au mécanisme.

2-1. **L'intervention des partenaires sociaux dans la mise en place des plans *Esops*.**

Selon le principe général qui prévaut en matière de gouvernance des *Esops*, aucune intervention des partenaires sociaux n'est requise au niveau de la mise en place ou de la gestion des plans. Certes, les dirigeants sont libres de faire appel aux syndicats ou autres représentants des travailleurs⁶¹ mais, légalement, les *Esops* échappent à la sphère de la négociation collective. Le principe général ne va toutefois pas sans poser

⁶⁰ H. HANSMANN, *op.cit.*, 1797 (1990).

⁶¹ Comme en témoigne l'expérience de UAL, que nous exposerons dans notre troisième section.

problème. En effet, la nature quasi rémunératoire des *Esops* (ils se rangent dans la catégorie des '*employees benefits*'), fait que ces derniers sont intimement liés au domaine des salaires et des conditions de travail qui, dans les entreprises syndiquées, entre dans le champ de la négociation collective. Pour analyser ce problème et la manière dont le droit tente de le résoudre, nous examinons successivement la question du champ d'application de la négociation collective (2-1-1.) et celle de l'immixtion des syndicats dans les plans d'actionnariat salarié (2-1-2).

2-1-1. *Esop* et négociation collective

Au milieu des années 70, à la période où le débat sur les *Esop* battait son plein, s'était posée la question de savoir si les plans devaient être obligatoirement soumis à la négociation collective, du moins dans les entreprises possédant une délégation syndicale. A cette époque, deux Sénateurs – Jacob Javits et Hubert Humphrey⁶² – avaient monté une campagne législative visant à inscrire, dans les textes légaux, un principe de cogestion des plans d'actionnariat salarié ainsi qu'un pouvoir accru des travailleurs dans la mise en place et le fonctionnement des plans. En raison de l'orientation financière du dispositif voulue par les instigateurs du projet *Esop*, cette modification législative est restée lettre morte. Quant aux syndicats, ils se montrèrent plutôt réticents par rapport au principe même de l'implication des salariés dans la gestion des plans d'actionnariat. De manière assez symptomatique, ils avaient déjà bien décelé, à l'époque, les dysfonctionnements que pouvait générer le dispositif *Esop* tel que conçu par le législateur : instrumentalisation des plans par les managers, contournement du syndicat et utilisation des incitants fiscaux au détriment des finalités du dispositif (par exemple, pour masquer un endettement).

Durant les décennies 1980 et 1990, un climat plus favorable aux *Esops* se fit jour au sein du mouvement syndical. Principalement parce que, face à l'accroissement de la compétitivité, aux pertes d'emploi consécutives à la vague des restructurations ainsi qu'à l'affadissement des protections sociales durant l'ère 'Reagan', les syndicats durent élaborer de nouvelles stratégies afin de conserver leur rôle en terme de contre-pouvoir.

⁶² « *I am as yet unable to perceive how workers suddenly can become more productive upon the receipt of stock by an encumbered trust in which they have no voting right and no financial relationship* »

L'USWA ('*United Steel Workers*'), l'ALPA ('*Airline Pilots Association*') et l'ACTWU ('*Amalgamated Clothing and Textile Workers Union*'), par exemple, acceptèrent de négocier des plans d'actionnariat salarié, là où il s'agissait de sauver ou de redynamiser des sociétés ou des secteurs en difficulté. Dans des entreprises comme South Bend Lathe et Rath Packing, ce sont les travailleurs qui furent à l'origine de l'initiative⁶³. Une banque d'investissement orientée vers le marché des *Esops* (l'*American Capital Strategy, Inc.* de Bethesda dans le Maryland) a même été fondée pour assister les travailleurs dans la réalisation de stratégies activistes en matière de fusions, d'acquisitions et de transmissions via les mécanismes d'actionnariat salarié. Progressivement, l'actionnariat salarié a ainsi rejoint la panoplie des stratégies acceptables par les grands syndicats américains.

Revenons-en au principe légal : la mise en place d'un plan *Esop* relève de la responsabilité exclusive du management. Il en va de même en ce qui concerne le choix du ou des *trustee(s)*. L'employeur n'est même pas tenu d'informer les représentants des travailleurs de son intention de mettre en place un plan *Esop*. Selon le code social, le '*National Labor Relations Act*' (NLRA), la négociation collective intervient, par contre, dans le champ des salaires ('*wages*') et des conditions de travail, à l'exclusion des questions ayant trait au contrôle ou à la stratégie commerciale et financière de la société, qui demeurent que la compétence exclusive du manager⁶⁴.

On perçoit bien que, s'agissant des *Esops*, il n'est pas toujours aisé de délimiter une frontière entre ces deux sphères de compétence. Dans *Richfield Oil Corp.*⁶⁵, le '*National Labor Relations Board*' (autorité administrative chargée de veiller à l'application du NLRA) offre certains éléments de réponse. Le Board se base sur un arrêt de 1971 de la Cour Suprême qui définit le champ de la négociation collective obligatoire comme recouvrant les questions qui affectent, de manière vitale, les termes et les conditions d'emploi des travailleurs (*Allied Chemical & Alkali Workers of America Local v. Pittsburgh Plate Glass Co.*)⁶⁶. Selon le Board (confirmé en cela par

Discours du Sénateur Javits lors du premier jour des débats sur la législation Esop, cité par J. BLASI, *op.cit.*, (1988)

⁶³ Voir à ce sujet, D. G. OLSON, « Union Experiences with Worker Wwnership : Legal and Practical Issues Raised by Esops, Trasops, Stock Purchases and Co-operatives », *Wisconsin Law Review* 729 (1982).

⁶⁴ NLRA Section 8 (a)(5).

⁶⁵ *Richfield Oil Corp.*, 110 N.L.R.B., 356 (1954), enforced, 231 F.2d 717 (D.C. Cir.), cert.denied, 351 U.S. 909 (1956).

⁶⁶ *Allied Chemical & Alkali Workers of America Local v. Pittsburgh Plate Glass Co.*, 404 U.S. 157 (1971).

un arrêt subséquent de la Cour d'Appel du District de Columbia), un plan d'achat d'actions⁶⁷ volontaire proposé par l'employeur de manière unilatérale tombe dans le champ de la négociation collective obligatoire en ce qui concerne les éléments du plan que le syndicat est en droit de négocier. En l'espèce, ces éléments comprennent la définition des années de service, la détermination de l'échelle barémique sur laquelle est calqué le montant des contributions versées au plan, etc. L'argument avancé par l'employeur consistait à dire que, dans la mesure où le plan vise, d'une part, à réaliser une association plus étroite entre l'employeur et les travailleurs et, d'autre part, à inciter les travailleurs à investir dans leur société, celui-ci ne devait pas être soumis à la négociation collective, sous peine d'imposer la tenue d'une négociation dans le domaine de la propriété et du contrôle de la société. Le Board (confirmé en cela par un arrêt de la Cour d'Appel) a rejeté cet argument: l'employeur est soumis à une obligation de négocier un plan d'achat d'actions là où celui-ci vise à instaurer des salaires différés et à régir certaines conditions d'emploi. En conclusion, Richfield Oil établit que tous les éléments des plans *Esop* qui concernent les salaires et autres avantages de même nature constituent des sujets devant être obligatoirement soumis à la négociation sociale dans les entreprises syndiquées. Par contre, il en va autrement en ce qui concerne les droits de vote attachés aux actions transférées aux travailleurs. L'assemblée générale des actionnaires conserve une compétence exclusive dans ce domaine : « *on the occasion of stockholder meetings, corporate elections, or any other matter in which only stockholders have the right to be heard, the Union has no voice whatever as a statutory representative.* »⁶⁸

2-1-2. L'immixtion des syndicats dans la mise en place ou la gestion d'un *Esop*

Tel qu'il s'est posé en droit américain, le problème de l'immixtion des syndicats dans la gestion des plans d'actionnariat salarié a engendré une double difficulté.

⁶⁷ En l'espèce, il s'agissait d'un '*Stock Purchase Plan*' c'est-à-dire un plan fonctionnant selon une logique structurelle similaire aux *Esops* mais fondé sur un mécanisme d'options sur actions. Le plan proposé par Richfield Oil offrait aux travailleurs la possibilité d'acheter des actions de la société. Les travailleurs versaient au plan des contributions fiscalement déductibles, en échange de quoi ils recevaient des droits à acheter des actions de la société. L'employeur effectuait, lui aussi, des versements au plan en fonction du bénéfice de la société. Les actions étaient conservées dans un *trust* jusqu'au départ des travailleurs concernés.

⁶⁸ Richfield Oil Corp., 110 N.L.R.B., 356 (1954), enforced, 231 F.2d 717 (D.C. Cir.), cert.denied, 351 U.S. 909 (1956).

Un groupe d'employés-actionnaires constitue un groupe d'employés au sens du droit social ; les travailleurs qui cumulent leur statut de travailleur avec un statut d'actionnaire peuvent-ils conserver leurs droits aux protections issues du NLRA ; le double statut de travailleur et d'actionnaire ne met-il pas en péril les droits des travailleurs à être représentés collectivement et à s'engager dans des actions ou des conventions collectives ?

Un syndicat a-t-il le droit d'aider ses membres à s'organiser collectivement en tant qu'actionnaires ; le gestionnaire d'un plan *Esop* peut-il être affilié au syndicat représentatif ?

Avant d'examiner les deux difficultés qui ont été soulevées, il faut se rappeler que le NLRA a été adopté afin de mettre fin aux grands conflits sociaux des années 30. Durant cette période de forte industrialisation (où le recours à une main d'œuvre non qualifiée était rendu de plus en plus nécessaire), les salariés avaient commencé à s'organiser collectivement pour réclamer des conditions de travail plus équitables. L'augmentation du taux de syndicalisation généra des tensions accrues, parfois violentes, qui furent perçues par les pouvoirs publics comme étant néfastes au commerce interétatique. Pour apaiser ces tensions, le Congrès jugea que les intérêts économiques du pays seraient mieux servis en autorisant les travailleurs à se fédérer au sein de syndicats en vue de négocier les salaires, les horaires de travail et les conditions d'emploi. C'est ainsi qu'il édicta le NLRA: la liberté syndicale fut reconnue, mais son exercice strictement encadré. Comme en témoigne la *ratio legis* du texte, les partenaires sociaux sont maintenus dans une relation « adversariale », la sphère managériale devant être distinguée de la sphère des relations collectives de travail protégée par l'*Act*. Ainsi, la Section 8 (a)(2) du NLRA prévoit une interdiction, pour le management, d'interférer dans la formation ou la gestion d'un syndicat : « *an employer shall not dominate or interfere with the formation or administration of any labor organization or contribute financial or other support to it* » La notion de '*labor organization*' vise toute organisation, toute agence, tout comité représentant des travailleurs ou tout plan auquel les travailleurs participent et dont le but est, en tout ou partie, de négocier avec l'employeur dans des domaines concernant les '*grievances*', les conflits sociaux, le niveau des rémunérations, le taux des rémunérations, les

horaires ou les conditions de travail⁶⁹.

1. Les travailleurs-actionnaires peuvent-ils encore être qualifiés de travailleurs au sens du NLRA, c'est-à-dire, une fois actionnaires, les travailleurs peuvent-ils encore se prévaloir des protections offertes par le droit du travail? Le statut d'actionnaire est-il compatible avec le maintien des droits et obligations individuels et collectifs repris dans le NLRA ? L'octroi aux travailleurs du statut d'actionnaire tend, en effet, à brouiller les frontières entre la sphère managériale et la sphère salariale que l'*Act* tend à préserver. Dans un premier temps, le NLRB se montre très sévère par rapport à la détention, par les travailleurs, d'un double statut. Dans une décision de 1946, impliquant des coopératives, il décide ainsi d'exclure les travailleurs-actionnaires du bénéfice des protections collectives offertes par le NLRA et principalement du droit à être représentés collectivement sous prétexte qu'en détenant un montant substantiel d'actions, les travailleurs ont acquis une parcelle trop importante de pouvoir actionnarial pour pouvoir être inclus dans le syndicat (plus spécifiquement dans une '*bargaining unit*')⁷⁰. Selon le Board, deux facteurs entrent en ligne de compte :

- l'exercice potentiel d'une parcelle de pouvoir par les travailleurs-actionnaires. Selon le Board, les travailleurs-actionnaires sont protégés par le NLRA, sauf si les droits et intérêts, dont ils bénéficient en tant qu'actionnaires, leur permettent d'exercer une influence effective sur la formulation et la détermination de la politique sociétaire.
- la supposée divergence d'intérêts entre travailleurs-actionnaires et travailleurs tout court. Lorsqu'ils agissent en tant qu'actionnaires, les travailleurs ne peuvent plus former un groupe social organisé, par exemple en syndicat.

Cette décision est confirmée en 1952 dans Brookings Plywood Corporation Case⁷¹. Le Board, avança divers critères pour mesurer l'influence des travailleurs : le degré de contrôle que les travailleurs actionnaires exercent sur le management et sur le processus décisionnel de la société, le traitement préférentiel que les travailleurs actionnaires reçoivent comparativement aux autres travailleurs, les conflits

⁶⁹ NLRA Section 2 (5).

⁷⁰ Union Furniture Company, 67 N.L.R.B. 1307 (1946)

⁷¹ Brookings Plywood Corporation Case, 98. N.L.R.B. 794, 798 (1952).

d'intérêts existant entre ces deux catégories de travailleurs, etc. Comme le relève une commentatrice, *"whenever employees become a powerful factor in a company's ownership, the employees are no longer "employees" in the statutory sense. They then lose all of the NLRA's protection."*⁷² Dans un second temps, le Board assouplit quelque peu sa jurisprudence: il ne disqualifia plus les travailleurs-actionnaires là où ceux-ci détiennent une parcelle potentielle de pouvoir: seul l'exercice effectif de ce pouvoir est incriminé. Ainsi, dans Everett Plywood and Door Corp., le Board assimile les travailleurs-actionnaires à des travailleurs ordinaires pouvant, à ce titre, entrer dans le champ d'application *ratione personae* du NLRA⁷³ : *« The mere fact that an employee also has the rights and privileges of a stockholder is not sufficient to depart him from availing himself, in his capacity as an employee, of the rights of employees to engage in concerted activities for the purpose of collective bargaining or other mutual aid or protection (...) Stockholder employees not only have a proprietary interest in the employer-corporation, but also have an interest, at least as great, in their status as paid workers. »*⁷⁴ Dans S-B Printers Inc., le Board autorise les travailleurs-actionnaires à rester syndiqués nonobstant le fait que ceux-ci détiennent 25% du capital de l'entreprise⁷⁵. En l'espèce, le Board estime que les travailleurs n'ont témoigné d'aucune volonté d'exercer effectivement une influence dans la gestion de l'entreprise.

En résumé, en dépit de la plus grande souplesse dont il a fait preuve dans sa jurisprudence la plus récente, le Board demeure relativement hostile à la participation active des travailleurs dans la gouvernance de l'entreprise, via la détention d'actions. Dès qu'ils acquièrent une possibilité réelle d'exercer le pouvoir, les travailleurs sont susceptibles d'être exclus des droits et protections prévues par le NLRA. De ce point de vue, le recours à un mécanisme collectif de vote des parts détenues par les travailleurs (un *'block voting'*) – comme le rend possible le mécanisme des *Esops* – sera examiné avec circonspection car, en permettant aux travailleurs d'agir en tant que groupe organisé collectivement, il permet à ces derniers d'exercer une plus grande influence dans la gouvernance de l'entreprise.

⁷² . VAN WEZEL STONE, "Labor and the Corporate Structure: Changing Conceptions and Emerging Possibilities" 55 *University of Chicago Law Review*, 78 (1988).

⁷³ Voir notamment, *Mutual Rough Hat Co.*, 86 N.L.R.B. 440 (1949), *Muskogee Dairy Products Co.*, 85 N.L.R.B. 520 (1979).

⁷⁴ *Everett Plywood and Door Corp.*, 105 N.L.R.B. 17 (1953).

⁷⁵ *S-B Printers Inc.*, 227 N.L.R.B. 1274, 1275 (1977).

2. Le gestionnaire d'un plan *Esop* peut-il être affilié au syndicat représentatif dans l'entreprise? Caractérisée par une dualité de rôles, cette situation n'est-elle pas potentiellement attentatoire au caractère adversarial des relations collectives de travail ? Selon le NLRA, Section 8 (a) (1), (2) et (3), la domination, par l'employeur, d'une organisation de travailleurs ou, inversement, l'interférence du syndicat dans la désignation des représentants de l'employeur sont constitutives d'une violation de l'*Act*. A première vue, le NLRA interdit donc au gestionnaire d'un plan *Esop* d'être membre du syndicat représentatif puisque, étant désigné par l'employeur, il en constitue une émanation indirecte. Même s'il ne s'est jamais prononcé sur cette situation dans le domaine des *Esops*, le NLRB a rendu plusieurs décisions dans des domaines connexes. A la question de savoir si le directeur d'une institution de soin (hôpital, clinique, etc.) peut être affilié, voire membre actif du syndicat représentatif, le Board répond que, pour l'essentiel, la dualité de statut est autorisée moyennant le respect de divers critères visant à mettre en balance le droit des travailleurs de choisir s'ils veulent ou non se faire représenter par un syndicat et le droit à la protection de la liberté syndicale qui vient faire échec aux syndicats dominés par le management. Ces critères sont: le degré d'influence exercé par les membres du syndicat au sein du management, le degré de contrôle que le syndicat possède sur la personne chargée de représenter les travailleurs dans la négociation collective et l'influence effective que le syndicat exerce grâce à sa position duale⁷⁶ Ainsi, dans St Louis Labor Health Institute, le Board a reconnu l'existence d'un conflit d'intérêts en violation du NLRA : le représentant syndical était en même temps le représentant de l'employeur dans une négociation collective.⁷⁷ De même, dans Electromation Inc.⁷⁸, le Board juge que des comités de participation mis en place dans l'entreprise tombent sous le couperet de la Section 8(a) (2) du NLRA. Composés de représentants du management et des travailleurs, ces comités avaient pour mission d'élaborer des propositions portant sur les conditions de travail, même si la mise en œuvre de ces dernières relevait de la compétence exclusive du management. Dans DuPont⁷⁹, le Board fait une distinction entre trois types de

⁷⁶ Plusieurs affaires ont ainsi été jugées par le Board dans le domaine spécifique des institutions de soin : Achorage Community Hospital, 225 N.L.R.B.575 (1976) ; UMWA Welfare and Retirement Fund, 192 N.L.R.B. 1022 (1971).

⁷⁷ St Louis Labor Health Institute, 230 N.L.R.B 180 (1977).

⁷⁸ Electromation Inc. and International Brotherhood of Teamster Local Union No.1049, AFL-CIO and Action Committees, 309 N.L.R.B. 990 (1992).

⁷⁹ E.I. du Pont de Nemours & Co. And Chemical Workers Association Inc., International Brotherhood of Dupont Workers, 311 N.L.R.B. 893 (1993)

comités : les comités ayant pour mission d'assurer une meilleure communication d'informations entre l'employeur et les travailleurs, les comités ayant un pouvoir décisionnel et les comités ayant pour objet de résoudre des conflits entre les partenaires sociaux. Il estime que les deux derniers sont constitutifs d'une violation de la Section 8(a) (2) de l'*Act*, car ils portent atteinte au caractère adversarial des relations collectives. En l'espèce, la société DuPont avait conclu une convention collective avec les représentants des travailleurs mais, en parallèle, elle avait renvoyé la négociation de certains problèmes relatifs aux conditions de travail à un comité spécifiquement constitué à cet effet et fonctionnant en marge des mécanismes collectifs traditionnels. En conclusion, s'agissant des *Esops* gérés par les membres d'une organisation syndicale, la question de savoir si ceux-ci tombent ou non sous le couperet du NLRA dépend – *in fine* – de l'appréciation qui aura été faite par le Board du respect de divers facteurs qui constituent autant d'indicateurs pour mesurer l'influence effective qu'exerce le manager sur les représentants des travailleurs et inversement.

En résumé, en dépit de leur rattachement légal à la sphère managériale, les *Esops* possèdent un statut ambigu puisqu'ils sont, dans le même temps, intimement liés aux relations (individuelles et collectives) de travail. La jurisprudence témoigne de cette ambiguïté et tente d'y faire droit en raccrochant, selon les cas d'espèce, telle partie du dispositif à la sphère du droit commercial et financier et telle autre partie à la sphère du droit social. Comme le relève, Deborah Olson: « *the concept of management rights, protected by labor law, protects the interests of the equityholders or stockholders from undue interference from labor. However, the balance of legal equities shifts when the majority of stockholders are employees represented by an Union.* »⁸⁰

2-2. Champ d'application *ratione personae* : éligibilité et non-discrimination

Dans la majorité des plans, les contributions de l'employeur sont fonction des niveaux de salaire. Les cadres tendent donc à bénéficier d'un montant de participation plus élevé que les travailleurs ordinaires. Le législateur a toutefois empêché l'existence de

⁸⁰ D. G. OLSON, *op.cit.*, 787-788 (1982).

discriminations trop importantes en faveur des travailleurs les mieux payés. C'est ainsi que, dans sa Section 410 (a) et (b), l'Internal Revenue Code, instaure des règles d'éligibilité (2-2-1) et de non-discrimination (2-2-2).

2-2-1. Éligibilité

Selon le principe général édicté dans l'article 410 (a), l'employeur est libre de déterminer quels sont les travailleurs éligibles, c'est-à-dire ceux qui sont autorisés à participer au plan d'actionnariat. L'IRC impose toutefois le respect de certaines conditions. Ainsi, l'employeur n'est autorisé à exclure totalement du plan que les catégories suivantes de travailleurs :

- Les travailleurs de moins de 21 ans ;
- Les travailleurs qui prestent moins de 1000 heures par an ou qui travaillent dans l'entreprise depuis moins d'un an.
- Les travailleurs qui se situent à moins de cinq ans de l'âge normal de la retraite.
- Les travailleurs qui refusent de contribuer personnellement au plan.
- Les travailleurs syndiqués (plus précisément, ceux appartenant à une unité de négociation/ *'bargaining unit'*), pour autant que le syndicat concerné se soit vu reconnaître la faculté de négocier la participation des travailleurs à un *Esop*. Pour satisfaire à la condition d'exclusion, le syndicat concerné doit seulement disposer de la faculté de négocier un *Esop* au nom de ses membres ; la loi n'exige pas que cette faculté soit effectivement exercée. De manière générale, la ratio legis de cette exclusion est fondée sur la protection du caractère adversarial des relations collectives de travail qui, comme nous l'avons vu dans notre section précédente, impose une séparation entre la sphère managériale et la sphère du travail. A partir du moment où le syndicat représentatif a refusé de participer à un plan d'actionnariat ou de partage des profits, l'employeur est autorisé à refuser aux travailleurs syndiqués de participer au plan.

2-2-2. Non-discrimination

Même s'il satisfait aux conditions légales d'éligibilité, le plan doit encore satisfaire aux conditions de non-discrimination prévues par l'article § 401 (b) de l'IRC. Celles-ci veillent à ce que le plan ne soit pas biaisé en faveur des cadres ou des employés appartenant au niveau supérieur de la hiérarchie salariale (*'highly compensated workers'*). A partir du moment où un employeur constitue un plan en faveur des travailleurs les mieux payés, il est tenu d'en ouvrir l'accès aux autres catégories de travailleurs, du moins à une partie de ceux-ci. La non-discrimination est une exigence qui vaut pour tous les plans de pensions et autres *'benefit plans'*; elle conditionne l'octroi des avantages fiscaux.

Pour juger du caractère discriminatoire ou non d'un plan, la jurisprudence a développé des règles d'interprétation complexes. Nous n'entrons pas dans le détail de cette interprétation. Relevons simplement deux éléments :

- Le test anti-discrimination revêt trois dimensions : (i) les contributions et les bénéfices ne peuvent être discriminatoires du point de vue de leur montant ; (ii) les bénéfices et les droits découlant du plan doivent être rendus disponibles d'une manière qui soit non-discriminatoire ; (iii) les effets des modifications ou de la clôture d'un plan ne peuvent être discriminatoires.
- Pour passer le test de non-discrimination, un plan doit satisfaire à une des deux exigences suivantes. D'abord, un plan doit satisfaire à un test de classification (*'non discriminatory classification test'*), c'est-à-dire, une différence de traitement entre catégories de travailleurs n'est acceptable que si elle est justifiée au regard d'un critère objectif. La jurisprudence considère que ce test est satisfait si le plan couvre 70 % au moins de l'ensemble des travailleurs *'non highly compensated'*⁸¹. Sont également admis les plans dans lesquels le niveau des contributions octroyées aux travailleurs *'non highly compensated'* atteint au moins 70 % du total des contributions versées aux travailleurs les mieux payés. Ensuite, un plan qui ne

⁸¹ Selon l'IRC, un employé est considéré comme *'highly compensated'* si, durant l'année en cours ou l'année qui précède, (i) il est propriétaire, à au moins 5%, de la société ou, (ii) il a reçu une rétribution dépassant un certain montant (indexé annuellement) ou (iii) il a reçu une rétribution dépassant 2/3 de la sommes précédente et s'il était dans le groupe des travailleurs les mieux rémunérés ou (iv) s'il appartient

satisfait pas à ces conditions, peut encore être validé s'il passe l' '*average benefit percentage test*' c'est-à-dire s'il couvre une fraction équitable de la force de travail ('*fair cross-section of the workforce*'). La jurisprudence a édicté des règles de calcul complexes pour déterminer si oui ou non le plan satisfait à ce second test. De manière générale, les plans dans lesquels les contributions de l'employeur sont allouées, pour 2/3 au moins, aux travailleurs '*non highly compensated*', sont acceptés.

2-3. Modalités de gestion des plans

Nous avons vu que, à l'instar des prescriptions relatives aux plans de pension, ERISA soumet la régulation des *Esops* aux principes du *trust*, le but poursuivi étant d'isoler le patrimoine du plan de celui de la société-employeuse. La loi prescrit ainsi que les biens d'un *Esop* – c'est-à-dire les actions de la société qui a établi le plan – doivent être détenus au sein d'un *trust*. Le droit des *trusts* n'est pas un droit monolithique et rigide ; il est modélisé en fonction des domaines auxquels il s'applique. Il fait donc l'objet, dans la législation ERISA, d'un certain nombre d'adaptations justifiées par le caractère spécifique des plans de pension (pour rappel, les *Esops* ressortissent, légalement, de ce domaine). Lors des travaux préparatoires à ERISA, le Congrès a souligné qu'un des objectifs principaux de la loi était d'édicter des normes fiduciaires permettant aux *trustees* de savoir comment gérer et administrer les plans au mieux des intérêts des bénéficiaires : « *It is hereby declared to be the policy of the Act to protect interstate commerce and the interests of participants in employee benefit plans and their beneficiaries by requiring the disclosure and reporting to participants and beneficiaries of financial and other information with respect thereto, by establishing standards of conduct, responsibility and obligation for fiduciaries of employee benefit plans, and by providing for appropriate remedies, sanctions and ready access to Federal Courts.* »⁸²

à la catégorie des directeurs ('*officers*') et a bénéficié d'un niveau de compensation excédant une certaine somme.

⁸² S. Rep. No 93-127 (1973), reproduit dans Gina Marie AGRESTA-RICHARDSON, « Employee stock ownership plans : uncertainties plaguing the duties of the *Esop* fiduciary with respect to voting and defensive *Esops* », 14 *Akron Tax Journal*, 91 (1999).

Les développements qui suivent visent à exposer les droits et devoirs fiduciaires qui s'imposent aux gestionnaires des plans *Esops*. Nous préciserons l'extension jurisprudentielle qui leur a été donnée. Préalablement, nous aurons pris soin de définir la notion de '*fiduciary*', car celle-ci permet de déterminer quelle est la personne légalement responsable de la bonne gestion du plan. Cet exposé permettra de mettre en lumière le modèle de gouvernance sous-jacent au dispositif *Esop*. Comme nous l'avons précisé antérieurement, celui-ci est de type actionnarial ('*shareholder*') car il est orienté vers la valorisation des intérêts des actionnaires.

2- 3-1. Les '*fiduciaries*' : notion et extension

Selon ERISA, les '*fiduciaries*' sont les personnes juridiquement responsables de la gestion et du fonctionnement des plans. Les principes canoniques du *trust* ne connaissent qu'un seul '*fiduciary*' : le *trustee*. Cette approche stricte, qui n'autorise pas la délégation de compétence n'est pas celle qui a été retenue en matière de plans de pension (et donc d'*Esop*) : ERISA admet le partage et la délégation de compétences entre plusieurs '*fiduciaries*', étant entendu que le gestionnaire principal demeure le *trustee*. En effet, en raison de la taille des plans, de leur complexité ainsi que des montants en jeu, il est apparu juridiquement nécessaire d'autoriser la division des responsabilités managériale, financière et administrative.

Une personne ou une organisation est un '*fiduciary*' si :

- (i) elle exerce un pouvoir d'autorité ou de contrôle discrétionnaire sur la gestion du plan et/ou la disposition des actifs qui le composent ;
- (ii) si elle fournit des conseils d'investissement pour lesquels elle est rémunérée ;
- (iii) elle exerce une responsabilité dans l'administration du plan. Contrairement au *trust* traditionnel, les '*fiduciaries*' des plans de pension ne sont pas, à proprement parler, chargés d'accomplir la volonté du fondateur mais, plutôt, de veiller au maintien et à la valorisation des intérêts des bénéficiaires. Un *fiduciary* peut être tenu comme personnellement responsable de la bonne gestion du plan et peut être révoqué pour toute violation ou atteinte aux

responsabilités, obligations et devoirs qu'ERISA lui impose. L'extension exacte que recouvrent ces responsabilités sera traitée dans le point qui suit.

Le *trustee* est le *fiduciary* qui exerce les '*trustee responsibilities*', c'est-à-dire les responsabilités décrites dans l'acte constitutif et portant sur la gestion et le contrôle des actifs détenus par le plan [ERISA §405(c) (1)]. Tout plan comporte, en principe, un ou plusieurs *trustee(s)*, spécifiquement désignés) comme tel(s) dans l'instrument écrit⁸³. Le *trustee* doit être identifiable par les bénéficiaires et parties intéressées. Il doit avoir expressément accepté sa mission. Cela dit, dans *Donovan v. Mercer*, la jurisprudence a souligné qu'une personne exerçant une autorité sur la gestion du plan et sur les actifs qui le composent, identifiée dans les actes constitutifs comme *trustee* et signant des documents en tant que *trustee* est un *fiduciary*, même s'il n'a pas formellement fait l'objet d'une nomination ou d'une acceptation⁸⁴. D'une manière générale, ERISA tient le (ou les) *trustee(s)* ainsi que les autres *fiduciaries* pour personnellement responsables des dommages subis par les participants en raison d'une violation des droits et devoirs fiduciaires. L'*Act* prohibe ainsi tous les arrangements contractuels ayant pour objet ou effet de diminuer les risques pesant sur les *trustees*. Par exemple, il interdit au sponsor du plan (c'est-à-dire à la société qui a constitué l'*Esop*) d'indemniser les *trustees* ou '*fiduciaries*' pour les pertes encourues en raison d'une activation de leur responsabilité fiduciaire.

Selon le droit des *trusts*, c'est au *trustee*, et à lui seul, qu'incombe la responsabilité exclusive de gérer et contrôler le plan. Toutefois, comme l'avons souligné, la loi ERISA a introduit des exceptions à cette responsabilité exclusive en autorisant l'intervention de plusieurs *fiduciaries*. La problématique de l'allocation et la délégation de responsabilité est complexe. Il n'y a pas lieu, ici, d'entrer dans trop de détails sur les modalités et les limites de cet aménagement des responsabilités. Les quatre exceptions à la règle de responsabilité exclusive du *trustee* méritent toutefois d'être brièvement évoquées, parce qu'elles trouvent des applications fréquentes dans le domaine des *Esops* et qu'elles permettent de voir pourquoi, malgré la dissociation des patrimoines, les plans demeurent fortement inféodés à la société qui les a créés.

⁸³ Quand l'acte constitutif désigne plusieurs '*trustees*', les actifs sont gérés conjointement par ces '*trustees*' sauf si une allocation spécifique de certains pouvoirs a été prévue. Dans ce cas, un '*co-trustee*' ne peut être tenu pour responsable des pertes ou dommages consécutifs à des actes ou omissions qui n'entrent pas dans sa sphère de compétence.

⁸⁴ *Donovan v. Mercer*, 747 F. 2d 304 (5th Cir.1984), 220.

- (i) Un plan peut prévoir que le *trustee* doit suivre les instructions d'un '*named fiduciary*'. Le '*named fiduciary*' est une innovation propre au droit des plans de pension. Il s'agit de la personne ou de l'organisation qui, pour reprendre la définition légale [ERISA § 402(a)] : '*have the authority to control and manage the operation and administration of the plan*' et qui est désignée comme telle dans l'acte constitutif (c'est d'ailleurs pour cela qu'elle est qualifiée de *named fiduciary*). Les *named fiduciaries* sont des *fiduciarie*' qui répondent à deux caractéristiques : ils peuvent être aisément identifiés par les bénéficiaires et autres parties intéressées et ils sont, *prima facie*, titulaires d'une responsabilité fiduciaire. Le *trustee* qui est tenu par l'acte constitutif de suivre les instructions d'un *named fiduciary*, n'est pas responsable des dommages qui pourraient découler des injonctions signifiées par ce dernier. Le *named fiduciary* est autorisé à déléguer certaines de ses compétences, à l'exception des responsabilités qui relèvent de la compétence exclusive du *trustee*. Il peut ainsi déléguer à une personne ou organisation tierce la gestion quotidienne du plan, la distribution des bénéfices, etc. Cette délégation de compétence doit toutefois être conforme à la règle du bénéfice exclusif (dont nous traiterons ci-après). Aucune délégation ne peut être faite, par exemple, à la famille, aux amis ou aux connaissances du *fiduciary*, si cette délégation devait contredire le principe selon lequel la gestion doit être orientée strictement vers la poursuite des intérêts des bénéficiaires. Dans le cas des *Esops*, on constate fréquemment la désignation, à titre de *named fiduciary*, d'un comité administratif composé de représentants de l'employeur, celui-ci étant chargé de donner des instructions de gestion au *trustee* (par exemple, d'acheter ou de vendre des actions de la société). Ce mécanisme permet un contrôle assez serré, par l'employeur, de la gestion du plan. Nous verrons, tout au long de ce chapitre, que ce contrôle managérial est la source de plusieurs dysfonctionnements. Comme le relève Paul Delahaut, « *the permissive provision of ERISA that allows a person with dual loyalty, such as a corporate officer, to exercise such broad power is a potential source of abuse.* »⁸⁵

⁸⁵ P. DELAHAUT, *op.cit.*, 37 (1988).

- (ii) Un plan peut également désigner un gestionnaire financier (*'investment manager'*) afin que celui-ci exerce un pouvoir d'autorité sur la gestion et la disposition des actifs du plan. Dans ce cas, le *trustee* est déchargé de la responsabilité de gestion des actifs contrôlés par le gestionnaire et il n'est pas tenu des actes ou omissions de ce dernier qui, dans sa sphère de compétence, est considéré comme un *fiduciary*.
- (iii) Dans certaines circonstances, le *trustee* est tenu, de suivre les instructions des participants. Ces derniers sont alors assimilés à des *named fiduciary*. Nous reviendrons à cet aspect, qui a trouvé une application particulière dans le domaine des OPA (plus précisément, en ce qui concerne l'exercice des droits de vote).
- (iv) ERISA étend le champ d'application de la responsabilité fiduciaire à tout individu ou organisation dont il est prouvé qu'il exerce un contrôle ou une autorité sur le fonctionnement du plan. Ainsi, en cas de dysfonctionnement, la responsabilité fiduciaire des dirigeants de la société qui a établi le plan peut éventuellement être activée, au même titre que celle du *trustee* formellement désigné dans l'acte de constitution, même si les dirigeants n'ont pas été formellement désignés comme *trustees* ou *named fiduciaries*.

Les quatre exceptions que nous venons d'examiner montrent bien que le droit octroie à l'employeur un pouvoir de contrôle très important sur la gestion effectuée par le *trustee*. Dans certains cas, celui-ci est une émanation directe de l'employeur. Or, comme nous le verrons dans le point suivant, les responsabilités fiduciaires auxquelles le *trustee* est tenu imposent à ce dernier d'orienter sa gestion vers la maximisation des intérêts des seuls bénéficiaires (c'est-à-dire les travailleurs). Dans la suite de notre texte, nous étudierons les diverses manières par lesquelles la jurisprudence a tenté de rencontrer ce problème. Elle s'est, par exemple, interrogée sur la question de savoir s'il n'y aurait pas lieu de remplacer le *trustee* par un gestionnaire indépendant ou un expert. Ainsi, dans Donovan v. Bierwirth (1982), il a été jugé que, quand les intérêts des *fiduciaries* étaient, de manière irréconciliable, en contradiction avec ceux des

participants, ces derniers sont en droit d'obtenir la désignation d'experts indépendants, que ce soit en matière financière, juridique ou comptable⁸⁶. Le tribunal a même suggéré qu'en cas de conflit aigu, il paraît désirable que les *fiduciaries* prennent l'initiative de se retirer et de se faire remplacer par des *fiduciaries* indépendants. Il précise toutefois que le simple fait d'être indépendant n'exonère pas, à lui seul, un *fiduciary* de ses responsabilités légales⁸⁷.

2-3-2. Droits et devoirs fiduciaires

La législation ERISA prescrit des standards de comportements, régissant les agissements de tous les *fiduciaries*. Ces standards légaux spécifient la manière dont les '*fiduciaries*' doivent exercer leurs obligations par rapport aux participants et aux bénéficiaires. L'intervention du législateur fédéral en ce domaine a été justifiée par la nécessité ressentie par le Congrès d'assurer, en matière de plans de pension, une application uniforme de la loi dans les diverses juridictions du pays, ce qui aurait été rendu plus difficile si le législateur s'était borné à renvoyer aux principes généraux de la common law régulant le *trust*⁸⁸.

ERISA instaure deux catégories d'obligations imposées à charge des *fiduciaries* : les obligations primaires ('*primary duties*') et les obligations fiduciaires ('*fiduciary duties*'). Ces deux types d'obligations se différencient par plusieurs éléments et principalement par les sanctions et remèdes qui y sont attachés. La première catégorie comprend, entre autres choses, diverses obligations de gestion, l'obligation de verser des bénéfices aux participants, ainsi que l'obligation de rédiger un rapport annuel. La seconde catégorie d'obligations régit la manière dont les obligations primaires doivent être exercées. Trouvant son origine dans le *trust*, elle se définit de la manière suivante: « *fiduciary duties may be thought of as judicially defined duties imposed upon one who agrees to accept broad legal power over property, pursuant to an undertaking to exercise that power for the benefit of another; or upon one who agrees to use*

⁸⁶ Donovan v. Bierwirth, 680 F.2d 263 (2d Cir. 1982)

⁸⁷ Reich v. Valley Nat'l Bank, 837 F. Supp. 1259 (S.D.N.Y. 1993)

⁸⁸ Pour une analyse intéressante sur les différences existant entre ERISA et le droit commun des *trusts*, voir LEIBIG & SARTWELL, « An Erosion of Trust : ERISA Challenge to Prudent Self-regulation of Pension Investment », 9 *J. Pension Planning and Compliance*, 357 (1983).

information disclosed as part of a relationship of trust and dependency only for the benefit of the party disclosing the information. »⁸⁹

C'est cette seconde catégorie qui retiendra notre attention dans la présente section.

Les devoirs (ou obligations) fiduciaires auxquels sont tenus les gestionnaires sont spécifiés dans la Section 404 (a) (1) de ERISA. Ils s'appliquent à tous les plans de pension.

« A fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and (A) for the exclusive purpose of providing benefits to participants and beneficiaries and defraying reasonable expenses of administering the plan and (B) with the care, skill, prudence and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims ; (C) by diversifying the investments of the plan so as to minimize the risk of large losses, unless under the circumstances it is clearly prudent not to do so ;(D) in accordance with the documents and instruments governing the plan insofar as such documents and instruments are consistent with the provisions of this subchapter and subchapter III of this chapter »

La première branche (A) de la définition légale concerne le devoir de loyauté, couramment dénommée 'la règle (ou le principe) du bénéfice exclusif' ('*exclusive benefit rule*'). La deuxième branche (B) concerne le devoir de prudence ('*prudent man rule*') et la troisième (C) traite de la diversification (l'obligation de diversification est parfois considérée comme une modalité particulière du devoir de prudence). A ces devoirs, il faut ajouter l'obligation (D) qui est faite au *fiduciary* de se conformer à l'acte de constitution du plan, étant entendu qu'en cas de contradiction entre les prescriptions du plan et les exigences découlant des devoirs fiduciaires, ce sont ces dernières qui prévalent. Dans le cadre des *Esops*, ces exigences font, logiquement, l'objet d'une adaptation vu que l'investissement est orienté vers l'actionnariat interne à l'entreprise. La Section 404(a) (2) de ERISA stipule ainsi que l'acquisition et la détention d'actions de la société n'entraînent pas de violation de la règle de

⁸⁹ R. FLANNAGAN, « The Fiduciary Obligation », 9 *Oxford Journal of Legal Studies*, 285 (1989).

diversification et du devoir de prudence.

Notons que, la jurisprudence consacrée aux devoirs fiduciaires des gestionnaires est fortement inspirée de la '*business judgment doctrine*'. Issue des principes de *common law*, cette doctrine vise à circonscrire une sphère permettant aux dirigeants et gestionnaires de prendre, en opportunité et pour autant qu'ils soient de bonne foi, les décisions qui s'avèrent nécessaires pour faire prospérer le patrimoine dont ils ont la charge, sans risquer de tomber sous le couperet d'actions intempestives en responsabilité. L'idée, ici, est que les gestionnaires, tout comme les dirigeants d'entreprise, doivent continuellement prendre des décisions complexes sur base d'informations souvent partielles et la survenance d'éléments inattendus susceptibles de venir perturber une décision bien pesée et la conduire à un résultat catastrophique est toujours possible⁹⁰. Il s'ensuit qu'en matière de management et de gestion, il est impossible d'élaborer des standards abstraits de comportement déterminant, avec exactitude, ce qu'un dirigeant ou un gestionnaire peut faire et ce qui lui est interdit⁹¹.

2-3-2-1. La règle du bénéfice exclusif ou devoir de loyauté

La règle du bénéfice exclusif, énoncée dans la Section 404(a) (1) (A), constitue un des principes de base de la responsabilité fiduciaire. Elle est reprise plus explicitement dans la Section 403(c) qui stipule : « *the assets of a plan shall never inure to the benefit of any employer and shall be held for the exclusive purpose of providing benefits to participants in the plan and their beneficiaries and defraying reasonable expenses of administering the plan.* ».

Le devoir de loyauté demande du *fiduciary* qu'il exerce ses responsabilités de manière conforme à l'intérêt des bénéficiaires ; il doit agir de bonne foi, de manière honnête et désintéressée. Le devoir de loyauté permet d'écarter les transactions qui sont le siège d'un conflit d'intérêts, c'est-à-dire les situations dans lesquelles le *fiduciary* s'engage dans une action ou une omission équivoque (c'est-à-dire une décision qui affecte positivement les intérêts de l'employeur au détriment de celui des bénéficiaires).

⁹⁰ R. HAMILTON, *The Law of Corporations*, 4th ed., Nutshell Series, West Publishing (1996); B. MANNING, « The Business Judgment Rule and the Duty of Attention : Time for Reality », 39 *Bus. Law.*, 1492-1495 (1984).

⁹¹ Nous reviendrons sur cette doctrine dans notre point 3-5 consacré à l'utilisation des *Esops* comme instruments de protection contre les prises de contrôle.

Interprété strictement, le devoir de loyauté suppose la prééminence de l'intérêt des bénéficiaires sur celui de l'employeur (ou plus exactement de la société qui a sponsorisé le plan). Il interdit à tout *fiduciary* d'effectuer un choix de gestion qui n'aurait pas pour objet exclusif la maximisation de l'intérêt des bénéficiaires. En matière d'*Esop* (contrairement aux autres plans de pension), l'investissement en actions de la société n'est pas constitutif d'une violation du devoir de loyauté. Le *fiduciary* qui investit principalement en actions de la société est présumé avoir agi en conformité avec les obligations fiduciaires de ERISA, pour autant que certaines conditions soient respectées⁹².

Dans le domaine spécifique des plans de pension (et donc des *Esops*), les Cours et Tribunaux ont considéré qu'il n'y avait pas lieu de faire une application stricte et littérale de la règle de 'bénéfice exclusif'. Ils ont adopté un point de vue pragmatique en cautionnant une interprétation relativement souple de la loyauté. Le droit reconnaît, en effet, que les *fiduciaries* constituent une émanation de l'employeur et qu'ils sont donc porteurs d'intérêts ne se résumant pas aux intérêts des seuls travailleurs-participants. Sur cette base, la jurisprudence a estimé qu'il était difficile, voire impossible, d'exiger des *fiduciaries* qu'ils écartent tout autre intérêt que celui des travailleurs. Par exemple, là où les fiduciaries ont le choix entre plusieurs options qui sont toutes profitables à l'intérêt financier des participants, ils sont autorisés à choisir la solution qui est la plus favorable à l'intérêt de l'employeur. Ainsi, selon le standard établi par la jurisprudence, un *fiduciary* peut prendre en compte les bénéfices indirects générés par sa décision, pour autant que celle-ci soit motivée, à titre principal, par l'octroi de bénéfices aux participants⁹³. Pour déterminer la frontière entre les décisions acceptables et les décisions sanctionnables (à savoir, celles qui tombent sous le couperet de la règle du bénéfice exclusif), la jurisprudence va mobiliser un test à orientation 'procédurale', c'est-à-dire qu'elle va se refuser à effectuer un contrôle substantiel des décisions des *fiduciaries*, un tel contrôle constituant une incursion supposée illégitime dans la sphère de l'opportunité (les motivations réelles d'une décision sont hors de portée du contrôle judiciaire). Afin d'établir si un *fiduciary* a violé le devoir de loyauté, les juges tendent à analyser, non pas le contenu de la

⁹² Nous verrons ultérieurement que certaines transactions sont prohibées et que l'acquisition d'actions doit se faire moyennant une contrepartie raisonnable.

⁹³ Voir notamment *Hlinka v. Bethlehem Steel Corp.*, 863 F. 2d 279, 286 (3rd Cir. 1988) ; *Oster v. Barco of California Employees Retirement Plan*, 869 F. 2d 1215, 1217 (9th Cir. 1988) ; *United Steelworkers of America, Local 2116 v. Cyclops Corporation* 860 F. 2d 189, 202 (6th Cir. 1988).

décision incriminée, mais les procédures qui ont été suivies pour atteindre cette décision. Ainsi, seront sanctionnées les décisions qui résultent d'un processus affecté d'irrégularités graves et évidentes ou celles qui trahissent un manque manifeste d'indépendance dans le jugement, comme par exemple l'absence de convocation des différents *trustees*, l'absence de recours à une expertise indépendante, le caractère superficiel des informations recueillies, etc. Dans Martin v. Feilen⁹⁴, la Cour soutient que l'existence d'un conflit d'intérêts n'est pas, en soi, un élément problématique. A partir du moment où un *fiduciary* se retrouve des deux côtés d'une transaction impliquant les actifs d'un plan (c'est-à-dire du côté du sponsor et du côté des bénéficiaires), il doit servir les intérêts du plan de la manière la plus objective possible. Pour en juger, la Cour se centre sur la question de savoir si le *fiduciary* a effectué un examen suffisamment approfondi pour évaluer le mérite de la transaction en cause ; celui-ci doit, au minimum s'engager dans une évaluation scrupuleuse et fouillée des différentes options possibles en vue de choisir l'option la plus favorable à l'intérêt des bénéficiaires. Dans Howard v. Shay⁹⁵, le juge précise que le simple recours à un expert n'est pas suffisant ; le *fiduciary* doit s'enquérir des qualifications et de l'indépendance de ce dernier et il doit lui procurer les informations nécessaires.

En somme, le *fiduciary* d'un *Esop* dispose d'une marge de manœuvre très importante. Pour autant que sa conduite soit prudente, il a la liberté de prendre une décision qui ne profite pas exclusivement aux bénéficiaires, voire une décision qui confère un bénéfice personnel à l'employeur, sauf s'il est possible de démontrer, par des preuves tangibles, que la décision a pour objectif principal de servir un intérêt autre que celui des bénéficiaires. Comme le déplore P. Delahaut, « *the mere existence of procedural standards operates only as a shield for the trustees, who can deflect any criticism with respect to the prudence of their decision simply by seeking independent advice and taking such other steps advised by the courts.* »⁹⁶

⁹⁴ Martin v. Feilen, 965 F.2d 660 (8th Cir. 1992).

⁹⁵ Howard v. Shay, 100 F.3d 1484 (9th Cir. 1996).

⁹⁶ P. DELAHAUT, *op.cit.*, 57 (1988). Bierwirth est toutefois un exemple de décision dans laquelle une Cour a voulu se détacher du contrôle procédural, dans le but d'examiner les motifs qui sont à l'origine de la décision incriminée. Pour ce faire, elle a tenté d'éprouver l'indépendance réelle du *trustee* en se substituant à lui pour évaluer le caractère approprié ou non de la décision, au départ d'un examen de différents faits supposés révélateurs, comme par exemple la nature exacte de l'évaluation réalisée. Cette décision témoigne toutefois des limites de ce type de contrôle qui renvoient à l'impossibilité pour les juges de déterminer avec exactitude les facteurs qui ont réellement motivé une décision [Donovan v. Bierwirth, 680 F. 2d. 263 (2d Cir. 1982.)]

Quelle est la nature de l'intérêt à l'aune duquel doit être appréciée la conformité d'une transaction au devoir de loyauté (l'intérêt des participants) ? Cet intérêt doit-il être envisagé comme étant purement financier ou peut-il renvoyer à des considérations non patrimoniales, telles la préservation de l'emploi, la survie de l'entreprise, etc. ? Comment faut-il évaluer une décision de gestion qui a un impact positif sur la valeur financière du portefeuille d'actifs, mais négatif sur le niveau d'emploi ? Supposons, par exemple, que des travailleurs aient intérêt à ce que le plan auquel ils participent octroie un prêt à une société qui est cliente de leur entreprise. Même s'il a pour effet de diminuer la valeur financière globale du plan, ce prêt est supposé accroître les chances de survie de la société cliente. Indirectement, la sécurité d'emploi des travailleurs-bénéficiaires s'en trouvera renforcée, car leur entreprise pourra maintenir des relations commerciales avec la société en question. A la question de savoir si ce type d'opération est autorisée, la jurisprudence répond par la négative : seul l'intérêt financier compris en terme de maximisation de la valeur des actifs détenus par le plan doit être pris en compte. [Voir à ce sujet, Winpisinger v. Aurora Corp. Illinois (1978)⁹⁷ & Morse v. Stanley (1984)⁹⁸] Nous verrons par la suite que cette interprétation revêt une acuité particulière là où les *Esops* sont utilisés à titre de bouclier anti-OPA : la décision du *fiduciary* de céder ou de ne pas céder les actions détenues dans le plan est souvent motivée par un intérêt ou des considérations qui ne sont pas réductibles à la maximisation de l'intérêt financier des bénéficiaires. Il en va de même en ce qui concerne la question de savoir si un *fiduciary* qui exerce les droits de vote doit ou non soutenir une proposition managériale d'amendement des statuts visant à introduire des mesures anti-OPA : un tel amendement a pour effet de protéger l'entreprise contre un raid indésirable, mais, par la même occasion, il facilite l'enracinement des managers incompetents et réduit la valeur des actions (celles-ci deviennent moins liquides).

Selon la jurisprudence, les protections fiduciaires sont destinées à l'ensemble des travailleurs et pas à une catégorie particulière. Lorsque le *trustee* est confronté à l'existence d'un conflit d'intérêts, il ne peut faire une distinction entre les participants actuels (titulaires des parts allouées) et les participants futurs (titulaires des parts non allouées), sous prétexte, par exemple, que des travailleurs actuels ne trouvent pas d'intérêt dans une décision d'investissement dont la

⁹⁷ Winpisinger v. Aurora Corp. Illinois, 456 F. Supp. 559 (N.D. Ohio 1978)

⁹⁸ Morse v. Stanley, 732 F. 2d 1139 (2d Cir. 1984)

rentabilité se manifestera à long terme et donc bénéficiera aux participants futurs. Selon le principe jurisprudentiel énoncé dans Danaher Corporation v. Chicago Pneumatic Toll Company (1986)⁹⁹, le *trustee* doit prendre sa décision à l'aune de l'intérêt des bénéficiaires considérés en tant que catégorie générale et abstraite (c'est-à-dire tant les bénéficiaires actuels que les bénéficiaires futurs). Ce principe a été reconnu dans un arrêt de la Cour Suprême de 1985 qui précise, de manière non équivoque, que les remèdes consécutifs à une violation des devoirs fiduciaires sont dus au plan en tant qu'entité collective, les participants et les bénéficiaires ne pouvant s'en prévaloir, à titre individuel. Dans son article 409, ERISA prévoit, en effet, que les dommages ne peuvent être réclamés que pour des pertes subies par le plan et que seul ce dernier est autorisé à intenter une action en violation des devoirs fiduciaires (Massachusetts Mutual Life Insurance Co. v. Russel¹⁰⁰.)

2-3-2-2. Le devoir de prudence

L'article 404(a)(1)(B) impose au *fiduciary* d'agir prudemment, avec la sagesse pratique et le jugement informé qui est requis d'une personne ordinaire placée dans de semblables circonstances: « *plan fiduciaries are required to act with the care, skill, prudence and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims.* ».

Appliqué aux plans de pension ordinaires, le devoir de prudence renvoie, essentiellement, à une exigence de diversification des placements en vue de minimiser les risques de moins-value financière. Appliqué aux *Esops*, cette exigence est atténuée puisque, par définition, aucune diversification n'est de mise. A l'instar du raisonnement qui est appliqué en ce qui concerne le devoir de loyauté, le contrôle du devoir de prudence est de nature procédurale: les juridictions se limitent à analyser les procédures auxquelles les *fiduciaries* ont eu recours pour prendre leur décision, sans entrer dans l'examen du contenu [voir notamment Donovan v. Bierwirth (1982)¹⁰¹; Donovan v. Mazzola (1983)¹⁰², Donovan v. Cunningham (1985)¹⁰³]. La jurisprudence

⁹⁹ Danaher Corporation v. Chicago Pneumatic Toll Company, 635 F. Supp. 246, 249 (1986).

¹⁰⁰ Massachusetts Mutual Life Insurance Co. v. Russel, 473 U.S. 134, 105 S.Ct. 3085, 87 L.Ed.2d 96 (1985).

¹⁰¹ Donovan v. Bierwirth, 680 F. 2d. 263 (2d Cir. 1982).

¹⁰² Donovan v. Mazzola, 716 F.2d 1226, 1231 (9th Cir. 1983).

¹⁰³ Donovan v. Cunningham, 716 F. 2d 1455, 1467 (5th Cir. 1985).

considère ainsi que le recours à une expertise indépendante suffit pour attester de la non-violation du devoir de prudence.

2-3-2-3. La diversification

On l'a souligné, l'exigence de diversification des placements n'est pas de mise dans le cadre des *Esops*. Il existe cependant deux cas de figure dans lesquels une certaine diversification est requise. Le premier résulte d'une disposition légale visant à protéger les travailleurs qui sont sur le point de prendre leur retraite, le second découle d'une interprétation jurisprudentielle des devoirs fiduciaires.

- (i) Selon l'IRC, § 401(a) (28) (B) (v), les travailleurs qui sont proches de l'âge de la retraite ont le droit d'exiger une diversification partielle des actifs investis en leur nom. Plus exactement, les travailleurs qui ont atteint l'âge de 55 ans et qui possèdent au moins 10 années de service peuvent bénéficier d'une diversification à concurrence de 25% pendant 6 ans et à concurrence de 50 % à partir de la sixième année (c'est-à-dire quand ils ont atteint l'âge de 60 ans). Si l'entreprise ne fournit pas de véhicule d'investissement diversifié, celle-ci peut proposer, en contrepartie, une distribution en cash ou en actions.
- (ii) En dépit de l'exception au principe de diversification dont bénéficient les *Esops*, la jurisprudence estime que, dans certaines circonstances exceptionnelles, le *fiduciary* est tenu de procéder à une diversification partielle des actifs du plan. Ainsi là où la société est en déclin voire en péril, les *trustees* ne peuvent persister aveuglement dans une stratégie d'investissement orientée exclusivement vers l'actionnariat interne. Trois arrêts attestent de cette orientation. Dans Neyer, Tiseo & Hindo, Ltd. v. Russell (1994)¹⁰⁴, la Cour précise que le *trustee* d'un *Esop* a le devoir de protéger la valeur des actifs détenus dans le plan. A partir du moment où, en connaissance de cause, il s'abstient de diversifier alors que la valeur des parts de la société subit une forte diminution, il pose un acte qui a pour conséquence de mettre en péril cette valeur. Par conséquent, il viole le devoir de prudence auquel il est tenu. Dans

¹⁰⁴ Neyer, Tiseo & Hindo, Ltd. V. Russell, 37 F. 3d 1488 (3d Cir. 1994)

Moench v. Robertson (1995)¹⁰⁵, la Cour modélise cette obligation en affirmant que le *fiduciary* qui investit en actions de la société est présumé avoir agi en conformité avec ERISA. Il appartient à la partie qui se prétend lésée de renverser cette présomption en démontrant que l'absence de diversification équivaut à un comportement imprudent. En l'espèce, la question posée au juge était celle de savoir s'il fallait sanctionner un *trustee* qui s'était abstenu de diversifier les actifs du plan alors que la situation de la société-sponsor était devenue très précaire (celle-ci étant proche de la faillite). Le comité de gestion du plan de la société Moench (c'est-à-dire le *fiduciary*) avait, en effet, continué à investir dans la société en dépit des signaux alarmants. La Cour a jugé que, à partir du moment où il a connaissance des difficultés financières de la société, le *fiduciary* n'est pas autorisé à persister dans une politique de non-diversification. Ce dernier bénéficie toutefois d'une présomption qui lui est favorable : c'est au demandeur (à savoir le plan en tant qu'entité collective) qu'incombe la charge de la preuve. Celui-ci doit établir qu'un *fiduciary* normalement prudent, suffisamment informé et placé dans de semblables circonstances n'aurait pas agi de la sorte. L'affaire Kuper v. Iovenko (1995)¹⁰⁶ confirme cette interprétation : « *employees have to proof that an adequate investigation would have revealed to a reasonable fiduciary that the investment at issue was improvident.* ». Ces trois arrêts témoignent, certes, de la nécessité de renforcer les exigences fiduciaires lorsque les bénéficiaires font face à un risque accru, mais cette protection est grandement atténuée par l'existence d'une présomption réfragable en faveur des *fiduciaries*. De ce point de vue, la situation des travailleurs participant à un *Esop* est plus fragile que celle des travailleurs affiliés à un plan de pension ordinaire (le *trustee* y est soumis à des exigences de diversification beaucoup plus strictes).¹⁰⁷

2-4. Exercice des droits de vote

A côté de la problématique des devoirs fiduciaires, la question de l'attribution et de l'exercice des droits de vote constitue une des caractéristiques fondamentales

¹⁰⁵ Moench v. Robertson, 62 F. 3d 553 (3d Cir. 1995). Voir aussi Kuper v. Iovenko, 66 F. 3d 1447, 1459 (6th Cir. 1995).

¹⁰⁶ Kuper v. Iovenko, 66 F. 3d 1447 (6th Cir. 1995).

¹⁰⁷ A titre indicatif, on notera que, dans le cadre des procédures préliminaires au récent concordat de United Airlines, les *fiduciaries* du plan *Esop* ont décidé de vendre massivement des actions UAL. Selon le communiqué de presse de la compagnie, publié dans '*USA Today*' le 28 octobre 2002, « *keeping the*

permettant de faire apparaître le type de gouvernance sous-jacent au dispositif *Esop*. De ce point de vue, la jurisprudence a établi un régime spécifique qui se distingue du régime traditionnel: alors que les travailleurs bénéficient du statut d'actionnaires, ils ne sont pas considérés comme des investisseurs ordinaires relativement à l'exercice des droits de vote qui sont classiquement attachés à cette qualité.

Le régime juridique des droits de vote diffère selon que ces droits portent sur des parts allouées ou sur des parts non allouées. Nous traiterons successivement de ces deux aspects. Préalablement, nous exposons quelques considérations d'ordre historique permettant de voir que le régime actuel constitue un compromis entre deux types de conceptions.

2-4-1. Le régime légal : un compromis entre deux visions

Les dispositions légales régissant l'exercice des droits de vote dans le cadre des *Esops* sont le fruit d'un compromis entre deux conceptions opposées.

Selon la première conception, les *Esops* sont assimilables à des plans de pension ordinaires. Les travailleurs étant des bénéficiaires avant d'être des actionnaires, ceux-ci n'ont aucun rôle actif à jouer dans la gestion ou le contrôle du patrimoine que la société a investi en leur nom et pour leur compte. La responsabilité de l'exercice des droits de vote incombe au *trustee* et à lui seul.

Selon la seconde conception, les travailleurs qui participent à un *Esop* sont des actionnaires et, à ce titre, ils doivent pouvoir bénéficier de tous les droits attachés à cette qualité. L'exercice des droits de vote constitue un rempart contre l'instrumentalisation des plans par le management, car il permet aux travailleurs de veiller à la bonne gestion des actifs investis en leur nom.

L'opposition entre ces deux conceptions se cristallisa en 1985-86, à l'occasion des

Esop plans invested exclusively in UAL stock, given the company's financial troubles, is not consistent with laws governing employee stock plans .» (in 'http://www.usatoday.com ')

débats précédant la loi de réforme fiscale de 1986 (*'Tax Reform Act of 1986'*). L'administration Reagan proposa différentes mesures pour améliorer et affiner la législation *Esop*. Parmi celles-ci, se trouve un projet imposant aux gestionnaires des plans de transférer les droits de vote à tous les travailleurs des *Esops*, quel que soit le type de société concernée et que les parts soient allouées sur le compte des bénéficiaires ou non (cfr. infra). Aux yeux de l'administration Reagan, « *the lack of voting rights is inconsistent with the goals of employee stock ownership and there is no clear policy justification for permitting different treatment based on whether the employer is publicly traded or closely held.* »¹⁰⁸ L'objectif qui motive le projet ne réside pas dans une quelconque volonté politique d'accentuer le contrôle salarial des entreprises. Au contraire, il participe plutôt d'une tentative de 'libéraliser' l'actionnariat salarié en alignant le régime des *Esops* sur celui de l'actionnariat traditionnel (que ce soit au niveau des droits de vote, de la distribution des dividendes ou de la suppression du blocage des actions). En effet, à partir du moment où les travailleurs sont autorisés à céder librement leurs parts (celles-ci n'étant plus soumises à un blocage temporaire), la permanence des dispositifs d'actionnariat salarié n'est plus garantie. Ce projet gouvernemental suscita de nombreuses oppositions, celles-ci se polarisant essentiellement sur les possibles effets pervers d'un renforcement des droits de vote. Trois arguments furent invoqués par les opposants au projet.

Premièrement, aligner le régime de l'actionnariat salarié sur le régime de l'actionnariat ordinaire aurait pour conséquence adverse de décourager les banques et autres fournisseurs de crédit. La théorie financière moderne enseigne, en effet, que les sociétés soumises à un contrôle salarial de leur capital sont moins performantes que les autres, car les actionnaires-travailleurs sont supposés privilégier les augmentations de salaires au détriment des stratégies ayant un impact sur la valeur financière de l'entreprise.¹⁰⁹

Deuxièmement, il existe une distinction entre les attributs de la propriété d'actifs mobiliers détenus dans le cadre d'un *Esop* et les attributs de la propriété d'actifs mobiliers traditionnels: les investisseurs traditionnels déboursent une somme

¹⁰⁸ U.S. Congress, Joint Committee on Taxation Staff, *Tax Reform Proposals : Tax Treatment of Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)*, Washington D.C. : U.S. Government Printing Office, September 20, 1985, 17, & 23.

¹⁰⁹ Voir à ce sujet, F. KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profits*, New York : A.M. Kelley (1964); J. MEADE, "The Theory of Labour Managed-Firms and Profit-Sharing" 82 *Economic Journal* (supplement), 402-428 (1972); M. JENSEN & W. MECKLING, "Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination", 52 *Journal of Business*, 469-506 (1979). Voir aussi, J. VANEK, *The General Theory of Labor-Managed Market Economies*, Cornell University Press (1970).

d'argent en liquide pour acquérir la propriété, alors que les travailleurs actionnaires reçoivent des titres de leur société sans avoir à fournir aucune contribution personnelle.

Troisièmement, les *Esops* ont été conçus historiquement, afin d'assurer une participation des travailleurs à l'augmentation de la valeur du capital de la société à laquelle ils sont liés; ils n'ont pas été conçus pour faciliter un transfert de la propriété des parts de la sociétés. Un alignement éventuel sur le régime des plans de pension ordinaires aurait pour effet de porter atteinte à la flexibilité des *Esops* et à leur possible utilisation dans le cadre de stratégies managériale et financière.

La configuration légale actuelle se situe à mi-chemin entre les deux conceptions que nous venons d'évoquer : la loi de 1986 apporta certaines modifications dans le sens d'un renforcement des droits de vote, sans pour autant octroyer aux travailleurs une maîtrise totale sur les actions gérées en leur nom. On distingue deux modalités d'exercice des droits de vote selon que ces droits portent sur des actions allouées ou des actions non allouées.

2-4-2. Les actions allouées

Les actions allouées sont les actions qui ont fait l'objet d'une individualisation et qui ont été formellement attribuées aux bénéficiaires, même si leur distribution proprement dite n'intervient qu'au moment de la levée de la période de blocage à savoir le départ de l'entreprise. Chaque travailleur en est, individuellement, propriétaire.

- Dans les sociétés cotées¹¹⁰, les droits de vote des parts allouées sont exercés individuellement par chaque participant, sous la forme d'instructions transmises au *trustee*. C'est ce qu'on appelle la procédure de '*pass-through voting*'.
- Dans les sociétés non cotées, c'est le *trustee* qui exerce lui-même les droits de vote sauf en ce qui concerne les questions pour lesquelles le droit ou les statuts exigent une majorité spéciale (les fusions, les acquisitions, les consolidations, les opérations de vente d'actifs, etc.). Les droits de vote sont alors exercés,

¹¹⁰ Plus exactement, la loi vise les sociétés dont les actions font l'objet d'un enregistrement sur un marché de valeurs ('*registration-type class of securities*').

individuellement, par chaque participant. [IRC § 401 (a) (22); IRC § 4975 (e) (7); IRC § 409 (e)]¹¹¹.

A première vue, le droit fournit donc des prescriptions suffisamment claires quant à la manière dont le *trustee* doit procéder en matière de droit de vote. L'application de la procédure du '*pass-through voting*' a toutefois suscité des difficultés. Celles-ci portent sur la question de savoir si le *trustee* doit contredire les instructions des participants là où ces dernières semblent déraisonnables, c'est-à-dire contraires aux droits et devoirs fiduciaires prescrits par ERISA (principalement la règle du bénéfice exclusif). Sur cette question, il existe une controverse entre le '*Department of Labour*' (DOL)¹¹² et les juridictions judiciaires.

Selon l'article 404 (c) de ERISA, le *trustee* ne peut être tenu responsable des décisions qui feraient suite à des injonctions ou des instructions provenant des participants à un plan de pension. Mais, selon l'article 403 (a) ¹¹³, qui renvoie à la problématique du *named fiduciary* que nous avons évoquée précédemment, là où le plan prévoit que le *trustee* doit se soumettre aux injonctions d'une personne, qualifiée de *named fiduciary*, le droit autorise la délégation de compétence. En 1984 dans la '*Carter Hawley Hale Letter*'¹¹⁴, le DOL assimile le travailleur-bénéficiaire qui enjoint le *trustee* d'exercer les droits de vote de ses actions de telle ou telle manière, à un *named fiduciary* au sens de l'article 403 (a). Selon lui, l'article 404 (c) s'applique aux plans de pension ordinaires mais pas aux *Esops*. Le DOL précise toutefois que le fait d'agir conformément aux injonctions d'un *named fiduciary*, n'exonère pas, *ipso facto*, le *trustee* de ses responsabilités. Pour être valables aux yeux de l'article 403(a), les directives données par les *named fiduciaries* doivent respecter les conditions suivantes : être conformes à ERISA ainsi qu'aux dispositions de l'acte constitutif du plan et avoir été données de manière indépendante et non coercitive (les participants doivent pouvoir accéder à une

¹¹¹ Voir aussi *Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp* qui réaffirme le droit de contrôle des participants sur les parts allouées [697 F. 2d 293 (2d Cir. 1982)].

¹¹² Le *Department of Labour* est l'autorité chargée de veiller à l'application de diverses lois sociales fédérales, notamment ERISA et le NLRA.

¹¹³ Pour rappel § 403 (a) énonce : « *the trustee or trustees shall have exclusive authority and discretion to manage and control the assets of the plan, except to the extent that : (1) the plan expressly provides that the trustee or trustees are subject to the direction of a named fiduciary who is not a trustee, in which case the Trustees shall be subject to proper directions of such fiduciary which are made in accordance with the terms of the plan and which are not contrary to this Act, or (2) authority to manage, acquire or dispose of assets of the plan is delegated to one or more investment managers pursuant to section 402 (c)(3).* »

¹¹⁴ DOL Op. Ltr. Re : Profit-Sharing Retirement Income Plan for the Employee of Carter Hawley Hale Stores, Inc. (Apr. 30, 1984)

information suffisante et non tronquée, ils doivent pouvoir disposer de suffisamment de temps pour peser leur décision et la confidentialité de leur vote doit être assurée). Pour le DOL, le recours au '*pass through voting*' ne dispense donc pas le *trustee* de procéder à une investigation indépendante dans le cas où il a connaissance d'une possible coercition de la volonté des participants, si la décision en cause paraît à première vue déraisonnable ou si elle lui semble contraire à ERISA. Un des enjeux est, par exemple, celui de savoir si les instructions individuelles ne sont pas contraires à la règle du bénéfice exclusif, ce dernier étant évalué en termes financiers. On a vu, en effet, que les votes émis sur base de considérations liées, par exemple, au maintien de l'emploi, ne sont pas valides au regard de ERISA puisqu'ils sont motivés par des considérations étrangères à la maximisation de l'intérêt financier du plan.

Les Cours et Tribunaux ont, quant à eux, édicté des principes d'interprétation qui divergent de ceux du DOL. Dans FirsTiers Bank, N. A. v. Zeller (1994)¹¹⁵, le juge pose que, lorsque le *trustee* reçoit des injonctions de la part des participants, il n'est pas tenu de procéder à une vérification indépendante ; il doit voter en conformité avec ces injonctions¹¹⁶.

En somme, un *trustee* qui se conforme strictement à la volonté exprimée par les participants a adopté un comportement conforme à ERISA du point de vue des juridictions judiciaires ; il tombera par contre sous le couperet du DOL qui lui reprochera d'avoir manqué à ses obligations fiduciaires, faute d'avoir procédé à un examen approfondi et indépendant quant aux mérites de cette décision.

2-4-3. Les actions non allouées

Les actions non allouées sont les actions qui appartiennent au plan en tant qu'entité juridique distincte ; elles sont détenues dans un compte commun et attribuées aux bénéficiaires au fur et à mesure du remboursement de l'emprunt qui a été contracté pour les acquérir.

¹¹⁵ FirsTiers Bank, N. A. v. Zeller, 16 F. 3d 907 (8th Cir. 1994).

¹¹⁶ Notons, à titre indicatif que, là où les instructions sont données par un *named fiduciary* autre que le groupe des participants (par exemple, un comité composé de représentants de la société), le *trustee* doit examiner ces instructions de manière indépendante afin de s'assurer que la décision qui sera prise est bien conforme à ERISA et donc à l'intérêt des bénéficiaires.

Le législateur n'a pas édicté de norme quant à l'exercice des droits de vote de ce type de parts¹¹⁷. La doctrine et la jurisprudence (le DOL et les Cours et Tribunaux) sont intervenues pour définir des critères.

Quatre modalités de vote peuvent être distinguées :

- (i) le *trustee* exerce les droits de vote de manière indépendante ;
- (ii) un comité composé de représentants de l'employeur donne des instructions au *trustee* quant à l'exercice des droits de vote ;
- (iii) le *trustee* exerce les droits de vote de manière proportionnelle aux votes qui ont été émis pour les parts allouées ;
- (iv) les participants donnent des injonctions au *trustee* quant à l'exercice des votes attachés à leur quote-part d'actions non allouées¹¹⁸.

La plupart des plans imposent la troisième solution, dénommée le 'vote miroir' ('*mirrored pass-through voting*'). Dans les plans fortement endettés (il s'agit nécessairement de plans à effet de levier), le *trustee* pourra ainsi exercer, pour chaque action allouée, les droits de vote attachés à plusieurs centaines d'actions non allouées. Par ce fait, le vote miroir est une technique particulièrement appréciée dans le contexte des OPA : elle garantit à la société que les droits de vote attachés aux parts de capital détenues dans l'*Esop* seront exercées par des '*insiders*' (les travailleurs). En cela, elle favorise l'ancrage de l'entreprise¹¹⁹. Cette technique pose toutefois problème au regard de la règle du bénéfice exclusif. En effet, là où le vote miroir est utilisé pour servir les intérêts de la direction en place (exemple : ancrer l'équipe managériale), ne doit-on pas considérer qu'il est susceptible de porter atteinte à l'intérêt des bénéficiaires ? A cette question, le Dol et la jurisprudence ont offert des réponses contrastées.

¹¹⁷ Il en va de même en ce qui concerne les droits de vote des parts allouées mais pour lesquelles aucune consigne des participants n'a été enregistrée. La jurisprudence tend à appliquer au vote de ce type de parts les mêmes critères que ceux qui concernent les parts non allouées.

¹¹⁸ M. M. O'TOOLE, « The Disproportionate Effects of an ESOP's Proportional Voting », 85 *NW.U.L.Rev.* 828 (1991).

¹¹⁹ Dans la pratique, les prises de contrôle engendrent souvent des réaménagements organisationnels pouvant conduire à des licenciements collectifs. En cas de menace de reprise hostile, les travailleurs ont donc tendance à se ranger du côté de la direction en place.

S'agissant du DOL, sa position au sujet de cette technique a évolué. Dans une jurisprudence ancienne, il exprime de fortes réticences¹²⁰ : il appartient au *trustee* d'exercer sa discrétion quant à l'exercice des droits de vote attachés aux parts non allouées. Le *trustee* doit soupeser sa décision de manière indépendante, le vote miroir n'étant exercé que s'il satisfait aux normes de prudence et de loyauté prescrites par ERISA. Cette responsabilité prime sur les dispositions de l'acte constitutif du plan. Les parts non allouées et les droits qui y sont attachés constituent des actifs appartenant au plan : parce qu'il est légalement tenu de gérer ces actifs, le *trustee* est dans l'obligation d'exercer lui-même les droits de vote.

Dans une jurisprudence plus récente, le DOL assouplit sa position et autorise le *trustee* à se référer aux dispositions du plan prévoyant le vote miroir, pour autant que la décision qui en découle soit prudente et conforme aux intérêts des participants¹²¹. En cas de litige, il appartient au *trustee* qui s'est écarté des dispositions du plan de démontrer qu'en l'espèce, le fait de respecter le plan à la lettre aurait entraîné une violation de ERISA.

La position des Cours et Tribunaux est, quant à elle, plus contrastée. Elle semble toutefois s'orienter vers le principe suivant. Le fait pour un *trustee* de suivre les modalités de vote prescrites dans l'acte constitutif du plan ne constitue pas, en soi, une violation de ERISA. Toutefois, là où les modalités de vote laissent penser que le but visé est l'ancrage ou la protection du management, le juge doit examiner plus avant le comportement du *trustee*, afin de déterminer si ce comportement est semblable à celui qu'aurait adopté un actionnaire prudent et raisonnable, placé dans les mêmes circonstances. De ce point de vue, il doit veiller à ce que la décision prise par le *trustee* soit conforme à l'intérêt financier de l'ensemble des bénéficiaires. Dans les situations où le conflit d'intérêts est particulièrement aigu, la meilleure manière de se rendre irréprochable au regard de ERISA consiste, pour un *trustee*, à déléguer ses responsabilités à un *fiduciary* indépendant, étant entendu que le seul recours à une expertise indépendante ne suffit pas toujours pour légitimer la transaction. Plusieurs décisions méritent d'être épinglées. Dans l'affaire Danaher Corporation v. Chicago

¹²⁰ DOL Information Letter, Profit Sharing Plan for Employees of Carter Hawley Hal Stores, Inc. 11 *Pen. & Ben. Rep.* (BNA) 633 (April 30, 1984) ; voir aussi Letter from Alan Lebowitz, Deputy Assistant Secretary for Program Operations, DOL, to ESOP Trustee (Feb. 23, 1989), reprinted in 16 *Pens. Rep.* (BNA), n° 9, 391 (Mar. 6, 1989).

¹²¹ Dans une lettre intitulée 'Pass-Through voting in Collectively Bargained Employee Stock Ownership Plans', le DOL énonce le principe suivant : « a *fiduciary* must follow a participant's directions with regard to allocated shares unless the *fiduciary* is able to articulate well-founded reasons why doing so would give rise to a violation of Title I or IV... » [in DOL Op. Ltr. , Sep. 28, 1995 ; reprinted in 22 *Pens. & Ben. Rep.* (BNA) 2249]

Pneumatic Toll Company (1986)¹²², la Cour du 'Southern District of New York' adopte la même position que le DOL dans sa jurisprudence la plus ancienne. En l'espèce, pour contrer un raid hostile, la société Chicago Pneumatic avait transféré un million de ses actions au plan *Esop* et avait enjoint le *trustee* d'exercer les droits de vote de ces actions de manière proportionnelle aux votes exprimés pour les parts déjà allouées aux bénéficiaires. L'argument invoqué par la société Chicago Pneumatic était le suivant: le *trustee* a le devoir de protéger les travailleurs-participants et, en l'espèce, le recours à la technique du vote miroir constitue le meilleur moyen pour respecter ce devoir. La Cour rejette cette interprétation. Selon elle, le *trustee* doit exercer ses responsabilités à l'aune de l'intérêt exclusif des bénéficiaires, ces derniers étant considérés comme une catégorie abstraite. Pour ce faire, il ne peut se limiter à consulter et à répercuter la volonté expresse de travailleurs qui, dans la situation actuelle, ne sont que les bénéficiaires présumés de parts non allouées. Les participants actuels n'ont pas encore acquis de droits sur les parts non allouées; leurs droits sont contingents à leur présence dans la société au moment de l'allocation des parts. Les droits de vote attachés aux parts non allouées ne concernent donc que les bénéficiaires futurs, ceux-ci n'étant pas encore identifiés si ce n'est en tant que catégorie abstraite. Par contre, dans Bristish Printing & Communication Corp. v. Harcourt Brace Jovanovich, Inc (1987)¹²³, la Cour se montre beaucoup moins sévère et autorise le *trustee* à utiliser le vote miroir pour autant qu'il agisse dans le meilleur intérêt des bénéficiaires. Dans Herman v. Nationbank Trust Co. (1997)¹²⁴, par contre, le juge souligne qu'en dépit des dispositions de l'acte constitutif imposant au *trustee* de recourir à la procédure du vote miroir, le *trustee* a le devoir d'exercer un jugement indépendant avant d'accepter de céder les parts du plan dans le cadre d'une offre de reprise par un investisseur extérieur. En ce qui concerne les parts non allouées, il serait injuste - et contraire aux objectifs de ERISA - d'attribuer aux participants la qualité de '*named fiduciaries*', sans qu'il leur soit notifié de manière formelle quelles sont les responsabilités attachées à cette qualité. En l'espèce, les participants n'avaient reçu aucune information explicite sur l'impact que pouvaient avoir leurs votes concernant les parts allouées sur le vote des parts non allouées. Dans Grindstaff v. Green (1998)¹²⁵, le juge reconnaît comme légitime (c'est-à-dire conforme aux devoirs fiduciaires de ERISA) la clause d'un plan *Esop* attribuant

¹²² Danaher Corporation v. Chicago Pneumatic Toll Company, 635 F. Supp. 246, 249 (S.D.N. Y. 1986).

¹²³ Bristish Printing & Communication Corp. V. Harcourt Brace Jovanovich, Inc., 664 F. Supp. 1519 (S.D.N.Y. 1987).

¹²⁴ Herman v. Nationbank Trust Co., 125 F. 2d 1354 (11 Cir.1997).

¹²⁵ Grindstaff v. Green, 133 F. 3d 416 (6th Cir. 1998).

à un comité spécial (composé de représentants de la société) le droit d'exercer les votes de toutes les parts détenues par le plan, que celles-ci soient allouées ou non. En l'espèce, le syndicat ainsi que plusieurs employés de la société NAC, avaient introduit une action contre la société, le comité *Esop* et le *trustee*, reprochant à ces derniers d'avoir violé leurs responsabilités fiduciaires en refusant – conformément aux termes du plan – de transférer aux participants les droits de vote attachés aux parts détenues par le plan, à tout le moins en ce qui concerne les parts allouées. Le plan, qui avait fait l'objet d'une négociation collective, était détenteur de 85% du capital de NAC, mais les syndicats n'avaient pas réussi à obtenir l'inclusion d'une disposition '*pass-through voting*'. Un conflit avait ensuite éclaté au sujet de la nomination du directeur, les travailleurs-bénéficiaires étant dans l'impossibilité d'exprimer leur vote, alors même que le plan était actionnaire majoritaire de la société. Outre l'argument relatif à la violation des devoirs fiduciaires, les plaignants avaient pris appui sur la position du DOL selon laquelle les droits de vote constituent des actifs du plan, pour soutenir que les défendeurs avaient utilisé ces actifs afin de servir leurs propres intérêts et non l'intérêt des bénéficiaires.

La Cour rejette ces arguments, soutenant que, dans les entreprises possédant un *Esop*, l'ancrage du management est la règle et non l'exception. En négociant le plan, les parties devaient être conscientes que le management allait y exercer une influence, par l'intermédiaire du contrôle sur la nomination des *trustees*. Selon la Cour, il n'y a pas lieu d'assimiler les droits de vote à des actifs appartenant au plan: « *giving the hybrid nature of ESOPs (as employee benefit plans and as corporate financing technique) and the inherent tensions between partial employee ownership of a corporation through its stock and management of the corporation in its day-to-day affairs by management personnel, such disputes over stock voting rights are inevitable. But that does not render the voting rights an asset of a pension plan – voting rights are simply an aspect of corporate control, one aspect of which is management of retirement plan assets.* » Elle considère qu'en l'espèce, l'ancrage managérial n'est pas illégitime: la procédure de vote incriminée ne porte que sur la nomination du directeur et les demandeurs n'ont pas pu démontrer que le management a agi, de manière intentionnelle, dans le but de servir un intérêt contraire à celui des participants. Dans Delta Star, Inc. v. Patton (1999)¹²⁶, au contraire, le juge sanctionne un *trustee* qui avait utilisé les droits de vote

¹²⁶ Delta Star, Inc. v. Patton, 76 F. Supp. 2d 617 (W.D. Pa. 1999).

attachés aux actions du plan pour se faire élire membre du conseil d'administration de la société sponsor.

2-4-4. Considérations finales sur les droits de vote

On le voit, les principes qui se dégagent de la jurisprudence, que ce soit celle du DOL ou celle des Cours et Tribunaux, sont complexes et génèrent, dans la pratique, des difficultés d'interprétation pour les *trustees*. Les comportements attendus varient en fonction du type de société (privée ou cotée en bourse), de la nature des actions (allouées ou non allouées) ainsi que du type de juridiction qui est amenée à statuer (le DOL ou les Cours et les Tribunaux). Vu ces difficultés, certains auteurs en ont appelé à une clarification de cette matière : l'imposition d'un seul standard de comportement quelle que soit la nature des parts et quelque soit le type de juridiction. G.M. Agresta-Richardson¹²⁷ propose ainsi de renforcer les devoirs fiduciaires en exigeant – dans tous les cas – une évaluation indépendante de la part du *trustee* afin d'assurer une protection accrue des bénéficiaires contre les abus du management. L'imposition d'un standard unique permettrait aux *trustees* de savoir, une fois pour toutes, quel est le comportement responsable en matière de droits de vote.

Cette solution nous paraît critiquable car, comme les *trustees* sont généralement inféodés à la direction de la société-sponsor, on ne voit pas très bien quel serait l'impact d'un renforcement du pouvoir d'appréciation de ces derniers. Les liens étroits qui unissent des deux acteurs font que, le plus souvent, les *trustees* sont réticents à adopter une position susceptible d'aller à l'encontre des intérêts de l'employeur. La suppression du contrôle salarial direct (c'est-à-dire la possibilité pour les travailleurs de décider de la manière dont les votes attachés à leurs parts doivent être exercés) aboutirait alors simplement à renforcer l'influence des dirigeants dans la gouvernance des plans ! Dans le cas des parts non allouées, il est vrai que les participants actuels ne seront pas nécessairement les mêmes que les participants futurs, mais est-ce une raison pour reléguer les premiers à un statut inférieur à celui des actionnaires ordinaires ?

¹²⁷ G. M. AGRESTA-RICHARDSON, « Employee Stock Ownership Plans : Uncertainties Plaguing the Duties of the ESOP Fiduciary with Respect to Voting and Defensive ESOPs », 14 *Akron Tax J.*, 91 (1999).

III. Les différents usages des *Esops*.

« A key element of the employee stock ownership plan is that it provides a new technique of corporate finance... It may be used : (i) to meet general financing requirements of the corporation including capital growth and transfers in the ownership of corporate stock ; (ii) to build into employees beneficial ownership of stock of their employers... without requiring any cash outlay, any reduction in pay or other employee benefits, or the surrender of any other rights, on the part of the employees ; and (iii) to receive loans or other forms of credit to acquire stock. »
 'Senate Finance Committee', 1975¹²⁸.

La pratique permet d'identifier plusieurs usages du mécanisme *Esop*. A côté de leur fonction 'rémunératoire' (les avantages découlant des plans *Esops* appartiennent à la catégorie de '*employee benefits*'), les *Esops* sont souvent utilisés dans le cadre de stratégies financières ou managériales, celles-ci ayant incontestablement été facilitées par l'existence d'un régime fiscal incitatif.

On distingue, dans la pratique américaine, cinq types d'utilisation des *Esops* :

- l'utilisation des *Esops* comme plans d'épargne-pension ;
- l'utilisation des *Esops* pour financer l'acquisition d'un bien ou la réalisation d'un projet ;
- l'utilisation des *Esops* dans le cadre des restructurations d'entreprises ;
- l'utilisation des *Esops* pour favoriser la transmission d'entreprise ;
- l'utilisation des *Esops* comme instrument anti-OPA.

Dans cette section, nous passerons en revue ces cinq usages et nous tenterons d'analyser, pour chacun d'eux, la manière dont la jurisprudence (tant la jurisprudence judiciaire que la jurisprudence administrative) a tenté de rencontrer les dysfonctionnements liés à l'instrumentalisation du dispositif. C'est aux juridictions qu'il appartient, en effet, de contrôler la manière dont le gestionnaire effectue l'opération de balance des intérêts préalable à la détermination de l'intérêt collectif à l'aune duquel sa décision sera évaluée (c'est-à-dire l'intérêt du plan en tant qu'entité collective).

¹²⁸ U.S. Congress, Senate Finance Committee, *Report, Tax Reduction Act of 1975*, Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, March 17, 1975, 58.

3-1. L'utilisation des *Esops* comme plans d'épargne-pension

Les entreprises américaines, encouragées en cela par les pouvoirs publics, ont rapidement créé des passerelles entre le régime des *Esops* et celui des plans de pensions. Le glissement des *Esops* vers cet usage est intimement lié à la tendance à l'individualisation accrue des régimes de retraite¹²⁹. Les *Esops* constituent un moyen parmi d'autres permettant d'accroître la richesse mobilière des travailleurs et donc la possibilité pour ces derniers de supporter par eux-mêmes le financement d'un revenu de substitution, pour la période de la cessation de leur activité professionnelle.

Pour bien prendre la mesure de cet usage particulier des *Esops*, il est important de présenter brièvement les spécificités du système américain de pension ainsi que les transformations que celui-ci connaît depuis quelques années. Le repérage des changements en cours dans le domaine des retraites permet de comprendre pourquoi, alors que telle n'était pas la *ratio legis* qui avait précédé leur création, les *Esops* sont de plus en plus souvent articulés aux régimes complémentaires de retraite.

Le système de retraite américain se divise en quatre sous-régimes :

- le régime de base fédéral qui fonctionne selon une logique de répartition ;
- le programme fédéral d'assistance sociale pour les invalides et les personnes âgées dans le besoin (SSI) ;
- les régimes d'entreprise à prestations définies (*defined benefit plans*) qui versent des pensions complémentaires à environ un tiers des salariés américains ;
- l'épargne retraite individuelle, qu'elle soit encadrée ou non par l'entreprise.

Le régime de base – la '*Social Security*'- a été créé en 1935, à l'époque des transformations institutionnelles du *New Deal*¹³⁰. Il est financé de manière égale par les salariés et les employeurs et fonctionne selon une logique redistributive (en dépit du

¹²⁹ Cette tendance a été détectée par Blasi à la fin des années 80. Voir J. BLASI, *op.cit.*, 18-28 (1988).

¹³⁰ Même si la question de l'intégration du financement des retraites dans les politiques avait déjà fait l'objet de discussions au début du 20^e siècle.

fait qu'il a parfois été justifié au nom d'une idéologie individualiste de la protection individuelle, les droits sociaux qu'il garantit étaient alors considérés comme des droits individuels de propriété dérivés des cotisations¹³¹). Les prestations qu'il délivre sont relativement faibles : en février 2001, le niveau moyen des prestations mensuelles est de 846 dollars pour les retraités et de 812 dollars pour les veufs et les veuves¹³². Aussi, a-t-il été rapidement complété par une protection sociale d'entreprise et plus précisément par des plans de retraite à prestations définies.

Le régime des plans d'entreprise constitue, dans l'architecture générale du système américain, un complément essentiel au régime de base. Historiquement, ce sont les dirigeants d'entreprise qui, dès la fin du 19^e siècle, ont octroyé des plans de pension aux travailleurs dans le but de stabiliser et de fidéliser la main-d'œuvre et de limiter sa syndicalisation. De nombreuses grandes sociétés se sont ainsi engagées à verser à leurs travailleurs des prestations de retraite, à des conditions suffisamment avantageuses pour que ceux-ci restent dans l'entreprise. Dès 1926, le gouvernement américain reconnaît ce type de retraite et lui octroie un traitement fiscal favorable. Les avantages fiscaux sont augmentés en 1942 avec le *Revenue Act* (pour bénéficier d'un traitement fiscal favorable, les plans doivent englober une fraction suffisamment importante de la force travail). Après la seconde guerre mondiale, la diffusion des retraites d'entreprise parvient à se maintenir malgré la réduction des taux de l'impôt sur le revenu et la restauration de la flexibilité des salaires. Comme l'explique Sass, « *les dirigeants d'entreprises comprennent bien la valeur de la retraite pour retenir les personnes-clés de l'organisation.* »¹³³ Dans le même temps, les syndicats (en particulier ceux affiliés au *Congress of Industrial Organisations*, CIO) entament des luttes pour augmenter la couverture des régimes d'entreprise (ceux-ci comportent une très forte proportion de cadres, les salariés aux revenus modestes étant pris en charge par le système de sécurité sociale). Ils parviennent progressivement à imposer l'inscription des plans de retraite à l'agenda des négociations collectives. Au début des années 50, les plans de retraite sont ainsi devenus des éléments courants des contrats d'emploi, du moins dans les

¹³¹ Un Rapport du Conseil Consultatif de 1965 témoigne bien de cette rhétorique de contributivité. « Dans le cadre du programme de sécurité sociale, le droit aux prestations est généré par le travail ; l'individu gagne de la protection comme il gagne sa vie (...) ; plus il gagne d'argent et meilleure est sa protection », Advisory Council, 1965. Pour de plus amples développements sur l'idéologie qui sous-tend le régime des retraites aux Etats-Unis, voir, Daniel BELAND, « Les paradoxes de la privatisation : épargne individuelle et réforme des retraites aux Etats-Unis », *R.F.A.S.*, n°1 (2002).

¹³² Source : *Board of Trustees*, 2001; *House Policy Committee*, 2001

¹³³ S. SASS, *The Promise of Private Pensions: the First Hundred Years*, Cambridge MA & London, Harvard University Press, 119 (1997)

entreprises où le CIO est présent. En 1974, suite à différents scandales ainsi qu'aux craintes alimentées par la récession économique de 1973 et le krach boursier qui l'accompagna, les syndicats, appuyés en cela par l'aile gauche du Congrès, militèrent pour l'instauration d'un cadre réglementaire visant à réguler le système des plans de retraite. Cette campagne aboutit à l'adoption de la loi ERISA qui vise, entre autres choses, à sécuriser la constitution et le versement des prestations d'entreprise. Cette loi, on l'a souligné, constitue un élément clé du fonctionnement du système de retraite. Elle ouvre, à bien des égards, une nouvelle ère à la fois du point de vue du fonctionnement des plans de pension d'entreprise – notamment dans leur articulation au marché financier – et du point de vue social dans la façon de les concevoir comme instrument de protection sociale et élément du rapport salarial.

Aujourd'hui, on constate une forte diminution du nombre des salariés du secteur privé affiliés aux régimes traditionnels de retraite d'entreprise. Alors que ceux-ci étaient 39% en 1975, ils n'étaient plus que 23% en 1995¹³⁴. Depuis les années 80, de nombreux plans de retraite ont été clôturés (que ce soient des plans arrivés à terme, des plans sous-financés ou des plans parfaitement sains¹³⁵). Parallèlement à ce mouvement, on constate un développement rapide de plans d'épargne-retraite individualisés et plus particulièrement l'apparition (en 1981) d'un nouveau type de plan dit 'à cotisations définies' (*'defined contribution'*)¹³⁶. Les plans à cotisations définies permettent aux salariés d'épargner individuellement avec une intervention non-obligatoire de l'entreprise, tout en bénéficiant des avantages fiscaux octroyés aux fonds de pension traditionnels.

Les fonds à cotisations définies s'opposent aux fonds traditionnels à prestations définies (*'defined benefit'*).

→ Dans les fonds à prestations définies, l'entreprise souscrit à un engagement à verser des prestations de retraite aux travailleurs; le niveau des pensions est donc déterminé indépendamment de leur financement. L'employeur est légitimement maître de la gestion des plans à prestations définies; il est généralement seul

¹³⁴ *Private Pension Plan Bulletin, Abstract of 1995, Form 5500 Annual Reports*, n°8, printemps 1999, Pension and Welfare Benefits Administration, U.S. Department of Labor, tableau E4.

¹³⁵ En cas de fermeture de plans sains, les avoirs résiduels retournent à l'employeur. Mais le principe et les modalités de ce retour demeurent controversés.

¹³⁶ En 1981, un nouveau cadre fiscal est créé pour l'épargne-retraite et donne naissance à de nouveaux fonds de pension, les plans 401(k), plans à cotisations définies, qui supplantent progressivement les anciens régimes.

contributeur et ajuste ses versements aux besoins des prestations annuelles à honorer. Il peut décider de préfinancer le régime de retraite, c'est-à-dire de faire des réserves sous forme d'actifs financiers, en vue du paiement des retraites futures. Dans ce type de plan, l'employeur garantit un revenu de retraite bien précis, payable dès que le travailleur atteint l'âge donné, le niveau des prestations étant typiquement calculé sur base d'une formule combinant diverses variables comme la durée d'emploi dans l'entreprise, le niveau de salaire, etc. Ceci ne signifie pas que les travailleurs ne courent aucun risque, mais le risque est associé, non pas aux marchés financiers, mais à l'emploi : si le travailleur quitte l'entreprise, il perd tout ou partie de ses droits à la pension.

- Dans les nouveaux fonds à cotisations définies, par contre, l'employeur n'est non seulement plus responsable de la prestation, mais il n'est plus obligatoirement contributeur. C'est le salarié qui, individuellement, est titulaire de l'épargne, sans garantie de prestations ou de capital final. A la clôture du plan, il reçoit les sommes qu'il a versées et celles qui ont été versées en son nom par l'employeur et qui ont été capitalisées. On est ici dans une logique différente: purement contributive et axée sur la capitalisation individualisée. L'entreprise continue à jouer un rôle mais plutôt d'ordre 'administratif' : elle intervient comme intermédiaire pour le versement régulier des cotisations des salariés (et de sa propre contribution s'il y en a une) et elle intervient dans la sélection des institutions financières gestionnaires.

Le déclin graduel de la couverture offerte par les régimes d'entreprise à prestations définies s'explique par des facteurs variés et complexes. Il n'a pas lieu, ici, d'en rendre compte ni d'entrer plus avant dans la matière des pensions, sous peine de sortir du cadre de cette étude. Evoquons toutefois trois caractéristiques fondamentales de cette évolution.

D'abord, le passage à l'épargne individuelle est rendu nécessaire suite aux mutations démographiques, fréquemment présentées comme un choc aussi violent qu'inéluctable. Ce passage est également influencé par la 'crise' des années 70 et la restructuration du tissu industriel qui ont entraîné (partiellement) l'effritement du modèle de la grande

entreprise américaine. L' 'entreprise providence'¹³⁷ assurait un rôle d'encadrement social et, en ce qui concerne les plans de pension, une fonction de protection sociale.

Ensuite, les régimes d'entreprise sont perçus comme de plus en plus coûteux par les employeurs, tant dans leur gestion que dans le taux de rendement qu'ils offrent. Les partisans de l'épargne individualisée soulignent que l'investissement direct des cotisations individuelles sur les marchés boursiers rapporte davantage que les plans traditionnels.

Enfin, l'émergence d'une épargne-pension plus individualisée et plus fortement orientée vers les marchés financiers résulte d'une évolution institutionnelle qui s'est dessinée dès les années 70. Dans une contribution récente, Sabine Montagne¹³⁸ explique que l'évolution des fonds de pension vers une plus grande privatisation trouve sa source dans une série de transformations institutionnelles qui n'avaient pas pour finalité une telle évolution. La structure de la retraite complémentaire va ainsi être influencée par les réformes législatives et fiscales des années 1970 et 1980, et principalement par la réforme ERISA qui sécurise les fonds de pension et en externalise la gestion vers des professionnels du secteur de la finance. En s'appropriant ce nouveau domaine d'expertise, ces derniers vont progressivement mettre en place un cadre organisationnel dans lequel la gestion des plans de pension est calquée sur la logique de la finance. Les exigences de sécurisation de l'épargne salariale et de protection des intérêts des travailleurs imposées par ERISA vont alors se soumettre à une logique financière (les investissements conformes aux intérêts des travailleurs-bénéficiaires sont des investissements axés sur la recherche d'un rendement financier conforme à la moyenne du marché).

Pour en revenir à notre objet principal, les *Esops*, l'utilisation qui en a été faite à titre d'épargne-pension participe de la tendance que nous venons de décrire. Même s'ils n'ont pas été conçus afin de servir de plan de pension, notamment parce qu'ils échappent à l'exigence de diversification, leur structure permet facilement à l'employeur de les destiner à cet usage. Techniquement, en effet, les *Esops* s'apparentent à des plans à cotisations définies (ils sont définis comme tels par ERISA), les sommes étant bloquées jusqu'au moment où les travailleurs quittent l'entreprise, c'est-à-dire classiquement jusqu'au moment de leur mise à la retraite. Le

¹³⁷ L'expression est de L. APROBERTS, *Salariat et retraite aux Etats-Unis*, Thèse de Doctorat, Université de Paris I., UFR Sciences Economiques (1999).

¹³⁸ S. MONTAGNE, « Les fonds de pension dans l'économie américaine », *La Lettre de la Régulation*, n°34 (Septembre 2000).

législateur a d'ailleurs implicitement reconnu que les *Esops* pouvaient être utilisés comme des plans de pensions, puisqu'il impose à l'entreprise d'offrir une possibilité de diversification graduelle aux travailleurs qui ont atteint l'âge de 55 ans ou 10 ans de service dans l'entreprise. Une fois atteint l'âge de 60 ans, les travailleurs doivent se voir offrir une diversification intégrale.

Les *Esops* sont fréquemment combinés avec d'autres plans de pension à cotisations définies.¹³⁹ Par exemple, le plan de pension de la société Procter et Gamble, investi à plus de 95% en capital de l'entreprise, est composé à la fois d'un plan 401(k), d'un *Esop*, et d'un plan de participation aux bénéfices (*profit-sharing plan*). Durant les années 80, plusieurs grandes sociétés ont progressivement remplacé leur plan de pension à prestations définies par des programmes basés sur l'actionnariat interne à l'entreprise.¹⁴⁰ Une des techniques privilégiées pour réaliser cet objectif est ce qu'on appelle le '*floor -offset plan design*' qui permet à l'employeur de réduire ou d'éliminer progressivement ses contributions à un plan d'entreprise traditionnel (*defined benefit*), tout en augmentant graduellement ses contributions à un plan d'actionnariat salarié. Cette tactique est justifiée au nom des économies qu'elle permet de réaliser quant aux dépenses liées à la gestion des régimes de pension. Les arrangements de type '*floor-offset*' ont été prohibés depuis 1987 là où le pourcentage d'actifs investis en actions de l'entreprise dépasse 10%. Ce type de pratique – qui vise à modifier l'équilibre financier d'un plan- s'analyse, en effet, comme un contournement de la législation ERISA qui interdit aux plans de pension d'investir plus de 10 % de leurs actifs dans des actions de l'entreprise. Cette prohibition n'a toutefois pas empêché des sociétés comme Enron d'élaborer des plans de pension orientés vers l'actionnariat interne, en ayant recours à des techniques sophistiquées qui s'apparentent à du '*floor-offset*' !

Récemment, le législateur américain a tenté, au travers d'une nouvelle législation fiscale favorable aux *Esops*, de renforcer la distinction entre les plans de retraite et les *Esops*. Le "*Economic Growth and Taxpayer Relief Reconciliation Act*" de 2001 octroie un incitant fiscal supplémentaire aux *Esops*, à l'exclusion de ceux qui présentent des caractéristiques d'un plan de pension: les dividendes attachés aux actions détenues par

¹³⁹ Il existe d'ailleurs, dans le grand public, une confusion fréquente entre les *Esops* et les plans 401(k), ces derniers étant des plans de pension à proprement parler mais investis (selon des règles différentes que les *Esops*) principalement en actions de l'entreprise.

¹⁴⁰ Olivia S. MITCHELL & Stephen P. UTKUS, "Company Stock and Retirement Plan Diversification", *Pension Research Council Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania (2002); Téléchargeable sur <http://pcr.wharton.upenn.edu/prc/prc.html>.

un *Esop* et réinvestis dans le plan deviennent entièrement déductibles dans le chef de l'entreprise¹⁴¹. Plusieurs employeurs ont ainsi fait reconfigurer leur plan de retraite 401(k) en le transformant en *Esop* pour ce qui concerne la contribution patronale, dans le but de pouvoir bénéficier d'une déduction fiscale supplémentaire.

En conclusion, le glissement progressif qui s'opère entre les plans d'actionnariat (en ce compris les *Esops*) et les plans de retraite *sensu stricto*, que ce soit au travers du recours accru à la technique du '*floor-offset*' ou au travers de la création de plans hybrides (c'est-à-dire comportant plusieurs composantes) tend à brouiller les frontières entre les différents dispositifs. Il contribue également à fragiliser la position des travailleurs, les plans d'actionnariat salarié n'étant pas tenus de procéder à une diversification de leurs placements. Comme nous le verrons dans notre section IV, l'affaire Enron est particulièrement symptomatique de ce type de dysfonctionnement.

3-2. Les *Esops*, comme supports de financement d'un projet ou d'un bien

La technique des *Esops* et plus spécifiquement celle du '*leveraged Esop*' a été utilisée par les entreprises pour lever des fonds dans le but de financer l'acquisition d'un bien, la réalisation d'un projet, le remboursement de dettes existantes ou tout simplement dans le but de renforcer l'assise financière de la société. En effet, les différents avantages fiscaux, qui sont attachés au dispositif *Esop* à effet de levier, font de ce dernier un mode de financement particulièrement avantageux pour les entreprises, l'employeur qui contracte un emprunt via un *Esop* étant autorisé à rembourser le plan avec de l'argent partiellement détaxé ('*pre-tax dollars*').

La technique utilisée est la suivante.

1. L'*Esop* emprunte à une banque ou à un autre organisme financier un montant équivalent à ce dont la société a besoin pour financer un nouveau projet. Le remboursement de ce prêt est garanti par la société.

¹⁴¹ Avant la loi de 2001, les dividendes réinvestis bénéficiaient d'une déduction similaire mais ils devaient nécessairement être versés aux travailleurs.

2. Avec ce prêt, le gestionnaire du plan (le *trustee*) achète à la société des parts de capital. La société utilise le produit de cette vente pour financer son projet.
3. Grâce aux revenus générés par le projet (en terme notamment d'accroissement des gains de productivité), la société effectue des contributions régulières (en argent) au plan, celles-ci étant au moins équivalentes aux sommes dues par le plan à la banque pour rembourser l'emprunt (principal + intérêts). Les actions acquises par l'*Esop* sont mises en gage en tant que garanties collatérales au prêt et sont tenues en suspens dans un compte séparé. Elles sont dégagées et allouées aux travailleurs-bénéficiaires au fur et à mesure du remboursement du prêt. La société n'est pas taxée sur le produit de la vente de ses actions à l'*Esop*.
4. Au fur et à mesure du remboursement de l'emprunt, l'*Esop* verse sur les comptes individuels des travailleurs les actions détenues en suspens dans le compte séparé. Dans la plupart des plans, les actions sont liquidées entre les mains des travailleurs au moment où ils quittent l'entreprise.
5. Les contributions que la société verse au plan sont déductibles fiscalement. Il en va de même en ce qui concerne les dividendes attachés aux actions détenues par l'*Esop* (dans les limites prévues par le code fiscal et pour autant que certaines conditions soient respectées). S'ajoute à cela le fait, qu'avant 1996¹⁴², le prêteur qui concluait un prêt avec un *Esop* était en droit de déduire 50 % des intérêts attachés au prêt consenti.¹⁴³

L'utilisation de la technique de l'*Esop* à effet de levier comme mode de financement a été explicitement reconnue par les promoteurs de la législation *Esop*. Louis Kelso considère ainsi que les avantages fiscaux octroyés aux '*leveraged Esops*' sont une source potentielle de création de richesse, dans la mesure où ils favorisent la réalisation de projets qui n'auraient pas été entrepris en l'absence d'incitants : "*The logic of business finance is to invest in productive capital that will pay for itself within a reasonably short space of time, normally three to five years, and which will then go on throwing off wealth indefinitely, its productive power being replenished through depreciation funds set aside out of gross income before net income is computed.*"¹⁴⁴ Selon Kelso, cette technique est profitable à la collectivité (en ce compris les

¹⁴² La déduction fiscale au profit des prêteurs a été supprimée par le 'Small Business Job Protection Act' de 1996, § 1602 (a), (c). Elle continue toutefois à s'appliquer pour tous les prêts conclus avant le 20 août 1996.

¹⁴³ Pour rappel, grâce à cette déduction, les organismes de crédit pouvaient offrir aux *Esops* des taux d'intérêts inférieurs à ceux du marché.

¹⁴⁴ « Déclaration de Louis Kelso » in KELSO & HETTER, *op.cit.*, 534 (1977)

travailleurs) qui va bénéficier de l'accroissement de richesse générée par les projets qui ont fait l'objet d'un tel financement¹⁴⁵. Selon Kelso, "*a capital asset used in business pays for itself not just once, but repeatedly.*"¹⁴⁶.

Cette technique a été accueillie avec scepticisme par certains commentateurs. Doernberg et Macey y ont vu un transfert injustifié de richesse au profit des entreprises et au détriment des contribuables¹⁴⁷. Il en va de même de William Levin qui souligne le caractère artificiel de la création de valeur découlant de la déduction fiscale opérée les firmes qui activent l'effet levier : "*to the extent a firm increases in value due to interest deductions or specific tax benefits, this increase represents a straight transfer from the pockets of the general public to a specific firm, which by the program's own terms must be condemned.*"¹⁴⁸ Levin critique également le présupposé qui est la base de la technique et selon lequel une richesse future peut être créée en subsidiant l'endettement. Il relève, par ailleurs que le mécanisme aboutit à des conséquences opposées à celles voulues par les pouvoirs publics, à savoir la réalisation d'une répartition plus équitable de la richesse financière. Selon lui, l'octroi de subsides fiscaux aux *Esops* entraîne une hausse du cours des actions de la société sponsor et donc une augmentation de la valeur du patrimoine financier des actionnaires existants. "*The government has thus shaped a most peculiar transfer program of no discernable benefit to the economy and contrary to the core assumption of the Esop program that current shareholders are already too wealthy.*"¹⁴⁹

Indépendamment des critiques que nous venons d'évoquer et qui concernent ses effets supposés en terme de redistribution des richesses, l'utilisation 'financière' des *Esops* dans le cadre de stratégies de financement engendre un certain nombre de difficultés qui sont, pour l'essentiel, liées à la méconnaissance des intérêts des bénéficiaires. La jurisprudence portant sur les transactions (vente, achat, prêt) entre le plan et la société sponsor est particulièrement représentative de la manière dont le droit américain tente de résoudre ces difficultés.

¹⁴⁵ HERDA, E., « Esops as a Corporate Financing Tool », 114 *J. of Accountancy* (April 1986).

¹⁴⁶ 118 Cong. Rec. 20, 210 (1972). L'argument est fondé sur la croyance en l'efficacité du financement par dette: celui-ci permet d'acquérir des biens dont la valeur future (calculée à partir de la valeur actualisée de la productivité espérée) excède le coût d'acquisition.

¹⁴⁷ R. L. DOERNBERG & J. R. MACEY, "Esops and Economic Distortion", 23 *Harvard J. on Legis.*, 103 (1986); voir aussi W.R. LEVIN, *op.cit.* (1985)

¹⁴⁸ W.R. LEVIN, *op.cit.*, 165 (1985).

¹⁴⁹ *ibidem*.

Les développements qui suivent sont consacrés à l'examen de cette jurisprudence. Après avoir déterminé les normes juridiques qui régulent les opérations de financement effectuées dans le cadre d'un *Esop*, nous examinons successivement la problématique relative à la légalité des transactions d'achat et de vente et celle relative à la légalité des transactions de prêt.

3-2-1 Le cadre légal : la '*prohibited transaction rule*'

Selon un principe général édicté par ERISA pour tous les plans, les transactions entre le plan et certaines parties intéressées (c'est-à-dire les *fiduciaries*, les travailleurs bénéficiaires, les fournisseurs de services, l'employeur ainsi que les organisations syndicales auxquelles les travailleurs sont affiliés) font l'objet d'une surveillance accrue voire d'une prohibition, car elles comportent ou créent un risque de conflit d'intérêts ('*self-dealing*')¹⁵⁰.

Cette règle, qualifiée de '*prohibited transaction rule*', est elle-même divisée en deux volets.

- Le premier volet, contenu dans l'article 406 (a) de ERISA et intitulé '*the party in interest rule*', prohibe 5 catégories de transactions financières au sujet desquelles le gestionnaire a connaissance ou devrait avoir connaissance de l'existence d'un conflit d'intérêts entre le plan et une partie intéressée : les transferts de propriété, les emprunts, la fourniture de biens ou de services, le transfert d'actifs appartenant au plan, l'acquisition par le plan d'un bien ou d'un actif de la société.
- Le second volet, contenu dans l'article 406 (b) et intitulé '*self-dealing rule*', prohibe de manière plus générale les transactions qui sont le siège d'un conflit d'intérêts, principalement parce que le gestionnaire agit pour son propre intérêt. Toute violation de la '*prohibited transaction rule*' entraîne l'annulation (ou éventuellement l'aménagement) de la transaction, le gestionnaire pouvant être tenu personnellement responsable des pertes consécutives à cette violation.

S'agissant des *Esops*, l'application stricte du principe de la '*prohibited transaction rule*' conduirait à vider le dispositif de son sens puisque le plan a précisément vocation

¹⁵⁰ ERISA § 406 (a) ; Code § 4975 (c).

à être investi en actions de la société-employeuse et donc, à réaliser des transactions d'achat ou d'emprunt avec cette dernière. C'est pourquoi, le droit modalise l'application de la '*prohibited transaction rule*' en prévoyant des exemptions spécifiques pour les transactions réalisées dans le cadre d'un *Esop*. L'idée, ici, est, pour reprendre une formulation de la jurisprudence: « *we have to reject the idea that self-dealing and conflicts of interest are per se unlawful conduct by an Esop fiduciary; rather, an Esop fiduciary is not prohibited from being on both sides of a transaction involving the Esop's assets, but he must serve both masters (or at least the Esop) with the utmost care and fairness.* »¹⁵¹ Ainsi, comme on va le voir, les gestionnaires des *Esops* disposent d'une marge de manœuvre plus importante que les gestionnaires de plans ordinaires puisque, dans les limites légales et dans le respect des obligations fiduciaires, ils peuvent effectuer des transactions qui ne sont pas ouvertes aux plans de pension et autres *benefit plans* ordinaires.

L'article 408 de ERISA exempte ainsi du respect de la '*prohibited transaction rule*' les transactions de vente¹⁵² et les transactions d'emprunt¹⁵³ réalisées dans le cadre d'un *Esop*. Examinons brièvement le contenu de ces deux exemptions ainsi que les problèmes que leur application a suscité.

3-2-2. La légalité des transactions d'achat et de vente d'actions

Selon le principe général énoncé dans ERISA, les transactions portant sur l'échange, la cession ou la vente des actions de la société constituent, *prima facie*, une violation de la '*prohibited transaction rule*', car elles engendrent des conflits d'intérêts entre les parties intéressées (c'est-à-dire la société et le plan). L'article 408(e) exempte toutefois les *Esops* de la prohibition, pour autant que le prix payé pour les actions ne dépasse pas une 'contrepartie adéquate' (« *adequate consideration* »)¹⁵⁴.

La légalité d'une transaction financière entre l'*Esop* et la société-sponsor va donc dépendre du caractère jugé adéquat ou non de la contrepartie financière.

Le concept de 'contrepartie adéquate' est défini par la Section 3 (18) (A) & (B) de ERISA comme :

¹⁵¹ *Martin v. Feilen*, 965 F.2d 660 (8th Cir. 1992)

¹⁵² ERISA § 408 (e).

¹⁵³ ERISA § 408 (b) (3).

¹⁵⁴ Il existe d'autres conditions à respecter pour satisfaire l'exemption – comme par exemple le fait qu'aucune commission n'ait été perçue à l'occasion de la transaction considérée. Cela dit, l'élément central de la règle d'exemption est le concept de 'contrepartie raisonnable'.

- “(i) the price of the security prevailing on a national securities exchange which is registered under Section 6 of the Securities Exchange Act of 1934 or
- (ii) if the security is not traded on such a national securities exchange, a price not less favourable to the Esop than the offering price for the security as established by the current bid and asked prices quoted by persons independent of the issuer and any party in interest.
- (iii) in the case of a security not freely tradable, adequate consideration means the fair market value of the security as determined in good faith by the trustee or named fiduciary pursuant to the terms of the plan and the DOL regulations.”

Cette définition a toutefois suscité des controverses, tant au niveau du DOL (i) qu’au niveau des Cours et Tribunaux (ii).

(i) En 1988, le DOL édicte un règlement précisant l’extension de la notion légale de contrepartie adéquate en ce qui concerne les actions non cotées en bourse ou sur un marché reconnu comme tel¹⁵⁵. La détermination de contrepartie adéquate des actions cotées n’est pas jugée problématique, car elle peut se fonder sur le prix de marché des parts.

Le règlement du DOL recourt à un test composé de deux volets :

- La contrepartie doit refléter la valeur de marché raisonnable (*‘fair market value’*), c’est-à-dire le prix auquel l’actif s’échangerait, si aucune des deux parties à la transaction n’est obligée d’accepter la transaction et si elles disposent toutes les deux d’informations suffisantes au sujet de l’actif et du marché dans lequel celui-ci s’insère. La valeur de l’actif doit être déterminée à la date de la transaction, elle doit être mentionnée dans un document écrit qui résume les qualifications de la personne ayant procédé à l’évaluation ainsi que les facteurs qui ont été pris en compte.
- L’évaluation doit être faite de bonne foi. Le standard de bonne foi exige l’examen prudent des différentes circonstances entourant la transaction, l’application de principes d’évaluation raisonnables et le respect de garanties d’indépendance, tant en ce qui concerne le *‘fiduciary’* qui effectue l’évaluation qu’en ce qui concerne l’expertise sur laquelle le *‘fiduciary’* se base.

¹⁵⁵ Definition of ‘adequate consideration’, 53 Fed. Reg. 17, 632 (1988).

(ii) La jurisprudence, quant à elle, propose différents critères qui peuvent être résumés en cinq points.

→ Le recours à une expertise indépendante ne suffit pas pour légitimer une évaluation, surtout si le gestionnaire retire des bénéfices de la transaction. Le gestionnaire doit témoigner d'une lecture honnête et objective de l'expertise ; il doit faire un effort pour la comprendre et éclaircir les points qui posent question. Dans Reich v. Valley National Bank of Arizona (1993), les juges considèrent que l'utilisation d'un rapport d'évaluation rédigé par des conseillers financiers travaillant sous l'autorité des dirigeants n'est pas une évaluation faite de bonne foi, l'indépendance des experts n'étant pas garantie ¹⁵⁶. Dans Howard v. Shay, 1996¹⁵⁷, la Cour juge que le recours à une expertise indépendante n'est pas suffisant pour légitimer une évaluation ; elle ne décharge pas le *trustee* de l'obligation de procéder à un examen des motivations qui sous-tendent l'évaluation de l'expert. Dans la présente affaire, le Président de la société-sponsor avait décidé de mettre fin à l'*Esop* de sa société et de racheter l'ensemble des actions détenues par le plan. Le Comité de gestion du plan, dont était également membre le Président de la société (qui avait toutefois pris la peine de se récuser quant à la décision de vente des actifs) ainsi que deux administrateurs seniors travaillant sous sa direction, avait engagé un expert, la société Arthur Young, afin d'évaluer les parts. Selon le rapport d'expertise, celles-ci avaient été estimées à une valeur de 14,4\$ par action, compte tenu des réductions de valeur justifiées par la non liquidité des actifs, le caractère minoritaire des actions détenues ainsi que l'absence d'intérêt de contrôle dans la société. Dans cet arrêt, le juge reproche aux parties d'avoir réalisé la transaction sans interroger la méthodologie suivie par Arthur Young ni évaluer les conclusions auxquelles ce dernier est arrivé. A titre indicatif, soulignons que l'arrêt contient une opinion dissidente visant à dire que, même si le recours à un expert indépendant ne suffit pas, en lui-même, pour satisfaire aux conditions posées par ERISA, aucun manquement ne peut être reproché au *fiduciary* s'il est établi que l'expert a été soigneusement sélectionné et qu'il a été correctement informé de tous les paramètres à prendre en compte pour évaluer la transaction.

¹⁵⁶ Reich v. Valley National Bank of Arizona, 837 F. Supp. 1259 (S.D.N.Y. 1993).

¹⁵⁷ Howard v. Shay, 100 F. 3d 1484 (9th Cir. 1996).

→ Pour déterminer la valeur des parts (et donc le caractère adéquat de la contrepartie), le *fiduciary* ne peut se baser sur une évaluation qui aurait été effectuée antérieurement et/ou dans le cadre d'une transaction différente. Dans Eyler v. Commissioner (1996), la Cour d'Appel du 7^e Circuit sanctionne la vente d'actions réalisée entre l'ex-CEO (en tant qu'actionnaire majoritaire de la société) et l'*Esop*, les parts vendues à l'*Esop* ayant été évaluées sur base d'une estimation effectuée à l'occasion d'une émission publique d'actions antérieure¹⁵⁸. En l'espèce, antérieurement à la décision de créer un *Esop*, le CEO avait décidé de lancer un appel public à l'épargne pour les titres de sa société, CTS. A cette occasion, les titres avaient fait l'objet d'une expertise et leur valeur avait été estimée comme se situant dans une fourchette allant de 13 à 16 dollars par action. Trois mois après avoir fait enregistrer le prospectus préliminaire auprès de la SEC (enregistrement qui a ensuite été retiré), le *board* décide de mettre en place un *Esop* et de faire acheter à ce dernier 14% du capital de la société pour un prix de 14,5 dollars par action. Pour justifier son évaluation, le *board* rédige un rapport dans lequel il s'appuie sur l'opinion orale du directeur financier ainsi que sur l'évaluation effectuée lors de l'appel public à l'épargne qui ne s'est pas concrétisé. Le DOL intente alors une action visant à contester l'évaluation effectuée. Selon la Cour, le CEO n'a pas démontré que les 14,5 dollars correspondent à la valeur de marché raisonnable des actions. Elle étaye sa position au moyen des arguments suivants:

- le rapport rédigé à l'occasion de l'appel public est vieux de plusieurs mois ;
- le prix est une estimation faite dans le cadre d'un appel public à l'épargne antérieur à la transaction *Esop* ;
- l'appel public a été rejeté par le marché et
- l'estimation proposée (14,5 dollars) présuppose une injection de capital qui n'a pas été réalisée suite à l'échec de l'appel public.

Dans, Reich v. Hall Holding Co. (1998), la Cour sanctionne une transaction d'achat portant sur la cession du capital d'une des branches de la société-sponsor¹⁵⁹. Elle juge, en l'espèce, qu'en se basant exclusivement sur un rapport d'évaluation élaboré plusieurs mois avant la création de l'*Esop*, les *fiduciaries* n'ont pas effectué

¹⁵⁸ Eyler V. Commissioner, 88 F. 3d 445 (7th Cir. 1996)

¹⁵⁹ Reich v. Hall Holding Co., Inc., 990 F. Supp. 955 (N. D. Ohio 1998).

un examen prudent et indépendant en vue de déterminer si le prix payé par le plan ne dépassait pas une contrepartie adéquate.

→ Un autre problème posé est celui de savoir si la notion de contrepartie adéquate recouvre uniquement la valeur économique du capital faisant l'objet de la transaction ou s'il faut considérer les coûts extrinsèques supportés par les travailleurs bénéficiaires tels que les réductions de salaires ou la perte d'emploi. Dans Summers v. State Street Bank & Trust Co., qui a pour toile de fond la célèbre transaction *United Airlines* dont nous traiterons dans notre point suivant, la Cour décide que le *trustee* chargé d'évaluer le prix à payer par le plan pour acquérir des actions de la société-sponsor, ne doit pas tenir compte de la valeur économique des concessions salariales qui ont été négociées avec les travailleurs¹⁶⁰. Pour mieux comprendre le problème, il faut exposer brièvement les faits à l'origine du litige. En 1994, la compagnie aérienne United Airlines entreprend une restructuration ayant pour conséquence le transfert de la majorité du capital de la société aux travailleurs. Selon l'accord de recapitalisation, 55% du capital de United est transféré à un *Esop*, en échange d'un paiement en cash et d'une note de crédit remboursable par le plan. En contrepartie des actions qui leur sont octroyées via le plan, les travailleurs acceptent d'importantes concessions salariales ainsi qu'une modification de certaines règles d'organisation du travail. Une contestation apparaît quant au prix payé pour le transfert d'actions au plan, les travailleurs estimant ce dernier trop élevé. Selon eux, la valeur économique des concessions salariales et autres sacrifices consentis devrait être prise en compte dans le calcul de la contrepartie adéquate. En somme, les travailleurs estiment que, dans son évaluation, le *trustee* devrait tenir compte de la contrepartie (évaluable en argent) qui a été indirectement versée par les travailleurs sous la forme de réductions de salaires et autres concessions. La Cour rejette cet argument. Selon elle, une telle évaluation conduirait à une violation des devoirs fiduciaires (principalement la règle du bénéfice exclusif) car les intérêts des travailleurs en tant que travailleurs prévaudraient sur l'intérêt (financier) des travailleurs en tant que bénéficiaires. Elle aboutirait, en outre, à assimiler les salaires à des actifs appartenant au plan.

¹⁶⁰ Summers v. State Street Bank & Trust Co., 104 F. 3d 105 (7th Cir. 1997).

- La règle de 'contrepartie adéquate' ne s'applique pas aux évaluations qui sont faites à l'occasion de la mise en route d'un *Esop*, c'est-à-dire à l'occasion du paiement des premières actions versées au plan. Dans *Akers v Palmer* (1995), la Cour du 6^e Circuit a précisé que toutes les décisions afférentes à la création, au financement ou à la clôture d'un *Esop* sont des décisions qui ressortissent de la compétence exclusive de la société-sponsor. Elles ne sont pas couvertes par ERISA¹⁶¹.
- Selon le principe '*a dollar for a dollar*' énoncé dans *Dol v. Farnum*¹⁶², un *Esop* qui achète des actions de la société-sponsor doit recevoir un bénéfice en actions strictement égal au montant de la contrepartie financière qui a été versée pour acquérir ces actions. L'application de cette règle a toutefois suscité des difficultés dans le cadre spécifique des '*workers buyouts*' (rachats d'entreprise par les travailleurs). Prenons le cas de travailleurs qui initient un *Esop* afin de racheter tout ou partie de leur entreprise. Selon le principe '*a dollar for a dollar*', il faut tenir compte du fait que la valeur des parts de la société-sponsor sera affectée négativement par la mise en place d'un *Esop*. En effet, en s'engageant à effectuer des versements périodiques au plan, la société contracte une dette qui a pour effet de diminuer la valeur de marché de ses parts. Appliqué strictement, le principe '*a dollar for a dollar*' demande donc du *trustee* qu'il intègre cette diminution de valeur dans son opération d'évaluation. Pour les travailleurs qui projettent de racheter leur société via le plan *Esop*, ce principe engendre un effet pervers (surtout quand il s'agit d'une entreprise en difficulté) : toute chose étant égale par ailleurs, la société-sponsor aura intérêt à céder ses parts à un repreneur extérieur plutôt qu'aux travailleurs puisqu'elle obtiendra une contrepartie plus importante (là où elles sont cédées à un repreneur extérieur, les parts sont estimées à une valeur supérieure à celle qui est établie là où elles sont cédées aux travailleurs). Deborah Olson relève ainsi, "*a simple dollar for dollar rule does not seem to fit the reality of the current market, given the difficulty of raising funds for all types of leveraged buyouts and the complexity of determining value.*"¹⁶³ Une suggestion pour remédier à ce problème consisterait à aménager, dans la jurisprudence, une possibilité de déroger, dans certains cas d'espèce, au principe '*dollar for dollar*'. Cette dérogation pourrait être ouverte aux transactions destinées à favoriser

¹⁶¹ *Akers v Palmer*, 71 F. 3d 226 (6th Cir. 1995)

¹⁶² *DOL v. Farnum*, 17 BNA Pension Reporter 1494 (D.R.I. 1990).

¹⁶³ Deborah Groban OLSON, « Unions and Fair Market Value : An Argument for a Safe Harbor for Negotiated Esops », Working Paper publié sur www.esoplav.com.

l'emploi, pour autant qu'elles aient été négociées de manière équitable et informée par toutes les parties en cause. En 1990, l'AFL-CIO a relayé cette position à l'occasion d'une conférence sur l'actionnariat salarié qui a débouché sur une rencontre formelle avec le DOL. A cette occasion, le syndicat a plaidé pour un assouplissement de la jurisprudence en matière d'évaluation des actifs, spécifiquement en ce qui concerne les transactions ayant fait l'objet d'une négociation collective.

3-2-3. La légalité des transactions de prêt.

La deuxième exemption importante concerne les opérations de prêt réalisées entre un *Esop* et la société-sponsor. L'article 408 (b) (3) de ERISA autorise les sociétés qui mettent en place un *Esop*, à octroyer un prêt au plan ou à fournir des garanties dans le cas où le plan fait appel à un organisme extérieur. Pour bénéficier de cette exemption, trois conditions doivent être remplies :

- le prêt doit être octroyé au bénéfice exclusif des travailleurs bénéficiaires ;
- le taux d'intérêt doit être raisonnable et
- la garantie éventuellement offerte par la société doit consister uniquement en des actions de la société.

Les administrations fiscale et sociale (IRS et DOL), qui ont édicté des règles d'interprétation¹⁶⁴, ont ajouté une exigence supplémentaire : pour bénéficier des avantages fiscaux, le prêt doit être exclusivement destiné à acheter des actions de la société.

Dans son règlement § 2550.408d-3, le DOL précise que les transactions qui comprennent un risque de '*self dealing*' ou de conflit d'intérêts feront l'objet d'une surveillance accrue de la part des autorités administratives. Les gestionnaires sont invités à « *scrupulously exercise their discretion in approving them* ». Pour apprécier si une transaction de prêt est ou non conforme à l'intérêt des travailleurs, le DOL recourt à un test en deux parties : le '*net effect test*' et le '*arm's-length negotiation standard*'. Selon le premier test, le taux d'intérêt du prêt et le prix des actions destinées à être acquises grâce au prêt ne peuvent être tels qu'ils entraînent un épuisement des actifs du

¹⁶⁴ IRS Reg. Section 54.4975-7(b) & DOL Reg. Section 2550.408b-3.

plan. Selon le second test, les termes d'un prêt octroyé à un *Esop* doivent être semblables aux termes d'un prêt comparable résultant d'une négociation d'égal à égal entre deux parties indépendantes.

Dans cette sphère particulière des contrats de prêt (immunisée de la *prohibited transaction rule*), le principal problème qui s'est posé est celui de savoir si un gestionnaire peut se permettre de réaménager un emprunt contracté par un *Esop*. En d'autres termes, peut-il modifier les termes de cet emprunt, que ce soit au niveau du délai, des annuités, des garanties, etc. ? En effet, quand un *Esop* contracte un emprunt garanti par la société-sponsor, le montant ainsi que l'échéance de cet emprunt sont calculés en fonction de divers paramètres comme le niveau de la masse salariale, la valeur actionnariale, le *cash flow* de la société, etc. Or, il arrive que ces paramètres se modifient substantiellement avant l'échéance du prêt. Le sponsor du plan (c'est-à-dire la société employeuse) peut alors être tenté de réclamer un réaménagement des conditions de l'emprunt. Par exemple, une extension de la durée du contrat permet à l'employeur de réduire le montant de ses contributions annuelles et ainsi d'augmenter son *cash flow*. Un tel réaménagement est-il conforme à la règle du bénéfice exclusif ?

Dans les années 90, l'IRS (*Internal Revenue Service*) s'est prononcé sur cette question. Il a publié une série d'avis qui, pour la plupart tendent, à autoriser les réaménagements. Ainsi, dans l'avis PLR 9443039, il souligne que le refinancement d'un emprunt dû à une diminution significative de la force de travail et de la masse salariale n'était pas contraire à l'exigence de 'primauté des intérêts des bénéficiaires' (*'exclusive benefit rule'*) prévue par la loi. De même, dans PLR 9530023, il conclut que le refinancement réalisé dans le but d'accroître le *cash flow* de la société, pour permettre à cette dernière de procéder à l'acquisition de nouveau matériel, n'est pas – en lui-même – contraire à la règle de la primauté des intérêts des travailleurs. Le refinancement en cause permet, en effet, de reculer l'échéance du prêt consenti à l'*Esop*, ce qui entraîne une diminution des contributions annuelles de l'employeur et permet à ce dernier d'acquérir un bien qu'il n'aurait pas pu acquérir en temps normal. L'investissement dans ce nouvel actif est susceptible de faire diminuer les coûts de production de l'entreprise et donc génère un accroissement de productivité dont les travailleurs peuvent indirectement bénéficier.

Le DOL, quant à lui, tend à être plus sévère vis-à-vis de cette pratique qu'il suspecte d'être utilisée en vue de promouvoir l'intérêt financier de la seule société-sponsor ou de ses actionnaires¹⁶⁵.

En 1998, l'IRS a mis fin à la publication de ses avis, dans l'attente d'un accord avec le DOL qui permettrait aux deux autorités de publier des avis communs. Ces dernières ont, par ailleurs, annoncé qu'elles examineraient plus attentivement les transactions d'emprunt, dans la perspective d'introduire une action en justice lorsque qu'un 'cas - test' se présentera afin que les Cours et Tribunaux prennent position.

A titre indicatif, précisons que la modification des termes d'un contrat d'emprunt n'a pas d'incidence sur les actions déjà allouées ou distribuées aux bénéficiaires ; elle possède uniquement un impact sur la manière dont les actions détenues dans le compte séparé ('*suspens account*') seront allouées dans le futur. En effet, le réaménagement des termes d'un emprunt est susceptible de ralentir le rythme de déblocage des actions puisqu'il implique, en parallèle, un rééchelonnement des contributions patronales. Rummel v. Consolidated Freightways, Inc. (1992) stipule ainsi que les bénéficiaires n'ont pas de droit acquis sur les actions détenues dans le compte séparé¹⁶⁶. Toutefois, là où un plan utilise les dividendes attachés aux actions de la société pour rembourser l'emprunt, la modification éventuelle de la durée de remboursement a un impact sur les droits des bénéficiaires. Car, si la durée des remboursements est prolongée, la période durant laquelle le plan va conserver des dividendes au lieu de les allouer aux bénéficiaires va également être prolongée. En principe, le *fiduciary* devrait donc conditionner son acceptation du refinancement de l'emprunt à l'engagement de l'employeur de verser des contributions complémentaires en vue de compenser la perte subie par les travailleurs.

¹⁶⁵ Voir notamment, Roger C. SISKE, « Employee Stock Ownership Plans : Current Twists and Turns », *SE93 ALI-ABA* 1091 (2000). Disponible via Lexis-Nexis.

¹⁶⁶ Rummel v. Consolidated Freightways, 1992 U.S. Dist. LEXIS 15144 (N.D. Cal. 1992)

3-3 Les *Esops*, comme instruments permettant le sauvetage d'entreprises en difficulté

Aux Etats-Unis, le système des *Esops* a été mis à profit pour redresser des entreprises en difficulté, notamment dans la sidérurgie et le secteur des transports. La technique consiste à transférer aux travailleurs tout ou partie du capital de leur société, en échange de l'acceptation par ces derniers de concessions salariales¹⁶⁷. Le raisonnement est le suivant : à partir du moment où les travailleurs deviennent actionnaires, ceux-ci sont enclins à accepter des salaires inférieurs à ceux qu'ils pourraient obtenir sur le marché extérieur. Cette diminution des exigences salariales a un impact positif sur la productivité de l'entreprise, dans la mesure où les charges supportées par cette dernière sont diminuées d'autant. Il s'agit, en quelque sorte d'une variante du célèbre argument de Martin Weitzmann: le partage du profit (sous la forme de participation aux bénéfices ou au capital) réduit le coût marginal du travail et suscite la création de nouveaux emplois¹⁶⁸. Le remplacement d'une partie du salaire fixe par une formule de partage équivaut à une réduction du salaire, qui relance les embauches et donc la production¹⁶⁹. Le cas, devenu célèbre, de United Airlines (UAL) constitue probablement l'exemple le plus représentatif de cette utilisation particulière des *Esops*. En 1994, la compagnie UAL a eu recours à un *Esop*, dans un contexte de crise économique pour le secteur aérien provoqué, entre autres choses, par l'apparition de nouvelles conditions ou formes de concurrence.

Dans cette section, nous prenons appui sur l'exemple de UAL pour illustrer l'usage particulier du dispositif *Esop* dans le cadre des restructurations d'entreprises. Après avoir brièvement décrit la transaction qui a eu lieu chez UAL, nous évoquons – au départ des travaux de Jeffrey Gordon¹⁷⁰ – les arguments qui ont été invoqués pour la justifier. Ensuite, toujours au travers du cas UAL, nous exposons les problèmes engendrés par la mise en œuvre du dispositif *Esop* dans les entreprises en difficulté.

¹⁶⁷ Voir notamment, FRANK, « Are Workers Paid Their Marginal Products ? » 74 *Am. Econ. Rev.*, 549 (1984).

¹⁶⁸ Martin WEITZMAN, *'The Share Economy'*, Cambridge : Harvard University Press, 1984.

¹⁶⁹ Dans une étude de 1987, A. Cheadle suggère que l'intérêt des employeurs pour les dispositifs de partage des profits est, en partie liée aux réductions salariales que ceux-ci permettent de réaliser [« The incidence of profit sharing plans : an economic explanation » *unpublished Ph. D. dissertation*, University of California, Berkeley, (1987), cité par Myron J. ROOMKIN ed., *Profit Sharing and Gain Sharing*, IMCR Press, Rutgers University, (1990)]

¹⁷⁰ J. N. GORDON, « Employee Stock Ownership in Economic Transitions : the Case of United and the Airline Industry », in M. M. BLAIR & M. J. ROE (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press, Washington D.C. (1999).

Pour l'essentiel, ces problèmes sont liés aux tensions existant entre les intérêts potentiellement contradictoires des différentes parties prenantes à la transaction (maintien de l'emploi, préservation de l'entreprise, rentabilité du capital, réduction des coûts).

3-3-1. La transaction *Esop* de United Airlines.

A l'instar de ce qui se passa dans la sidérurgie, le secteur du transport aérien fut particulièrement exposé, dans les années 80-90, à l'entrée sur le marché de compétiteurs à bas prix, principalement de petits transporteurs locaux nés de la déréglementation (n'étant pas liées par des conventions collectives, ces dernières sont en mesure de compresser leur coûts salariaux et de faire un usage plus souple de leur force de travail). En effet, en 1978 les autorités publiques avaient adopté diverses mesures dérégulatoires en vue de mettre fin au régime de 'concurrence contrôlée' qui se révélait de plus en plus inapte à préserver la rentabilité du secteur aérien. Ce régime se caractérisait, notamment, par un certain contrôle étatique sur l'accès au marché, l'octroi des routes de navigation, les tarifs ainsi que sur les regroupements et fusions.

Dans ce contexte particulier de dérégulation et de concurrence accrue, la compagnie UAL fit part de sa volonté de procéder à un plan de restructuration prévoyant, en autres choses, le licenciement collectif d'une partie du personnel, la sous-traitance de divers services ainsi que la modification de certaines activités de la compagnie, principalement l'introduction d'une ligne aérienne de petit courrier à faibles coûts. La compagnie affirma ne plus pouvoir maintenir des niveaux de salaires satisfaisant aux attentes des salariés tout en garantissant la survie de l'entreprise. Durant la période 1990-93, en effet, la compagnie avait perdu plus de 1 milliard \$, en partie à cause des conséquences négatives liées à la guerre du Golfe mais aussi à cause de la concurrence de compagnies *low cost* comme Southwest.

Le projet de restructuration fut très mal accueilli par le personnel qui déclencha diverses actions de protestation. Les dirigeants, qui perçurent le caractère

problématique de la détérioration du climat social, décidèrent alors d'entamer une négociation avec les syndicats dans le but de réfléchir à l'élaboration d'une solution alternative. Notons qu'aux Etats Unis, le secteur aérien est fortement syndiqué.¹⁷¹ Les dirigeants sont donc plus fortement incités à prendre en considération le coût social de leurs décisions. Ajoutons à cela le fait que, dans les compagnies aériennes, la plupart des coûts sont fixes ('*sunk costs*') et que donc les bénéfices sont extrêmement sensibles à la productivité du capital humain.

A l'issue de longues négociations, les parties prenantes s'accordèrent pour mettre en place un 'plan d'actionnariat salarié', portant sur le transfert aux travailleurs, via un *Esop*, de 55% du capital de la société, en échange de concessions salariales (réduction de 15 % des salaires sur 3 ans au moins, soit des salaires ramenés au niveau de ceux de 1988) et d'une modification de certaines règles d'organisation du travail permettant une plus grande flexibilité de la main-d'œuvre ainsi que l'instauration d'une ligne petit courrier à faible coût.¹⁷²

L'Union des pilotes (ALPA)¹⁷³ est le groupe qui, le premier, prôna ce type de transaction. Les mécaniciens et employés au sol (syndiqués au sein de l'AIM)¹⁷⁴ se rangèrent à l'accord. En revanche, le syndicat des hôtesse de l'air et des stewards (AFPA) s'opposa à la signature de l'accord, refusant les contreparties salariales proposées par la direction. Cette catégorie de personnel resta donc en dehors du plan d'actionnariat.

Pour justifier leur participation, l'ALPA et l'AIM invoquèrent les arguments suivants :

- primo, la compagnie est en position de force : les conditions de la concurrence sont telles qu'elles plaident pour une diminution des coûts salariaux ;
- secundo, la compagnie est susceptible d'utiliser son *cash flow* disponible en vue de réaliser des investissements en dehors du secteur aérien, ce qui risquerait à terme de conduire à des licenciements et/ou des réductions de salaires (UAL a effectivement

¹⁷¹ Le taux de syndicalisation dans le transport aérien est l'un des plus élevés de toute l'économie américaine ; il est de plus de 80% chez les pilotes. Il s'agit d'un syndicalisme très catégoriel et il n'est pas rare de compter six syndicats, voire plus, dans la même entreprise.

¹⁷² La direction d'UAL a obtenu l'autorisation d'augmenter le nombre de ses vols régionaux où les pilotes, payés généralement selon la taille de l'avion qu'ils conduisent, coûtent moins cher à la compagnie que ceux affectés aux vols nationaux et internationaux.

¹⁷³ L'ALPA est le syndicat majoritaire dans le secteur aérien. Affilié à l'AFL-CIO, il représente 67 000 pilotes en Amérique du Nord.

¹⁷⁴ Syndicat dominant, également affilié à l'AFL-CIO.

diversifié ses investissements durant les années 80, en achetant la société de location de voiture Hertz ainsi que deux chaînes d'hôtels) ; tertio, une fois fragilisée, la compagnie risque de faire l'objet d'une tentative de reprise hostile qui, si elle aboutissait, aurait des répercussions sur le niveau des salaires et autres avantages sociaux (en 1989, la compagnie avait d'ailleurs fait l'objet d'une tentative d'OPA hostile orchestrée par l'entrepreneur Marvin Davis).

Du côté du management et des actionnaires, un des arguments décisifs fut, semble-t-il, la nécessité de préserver la confiance des travailleurs (et de leurs syndicats) dans le processus de transition, et principalement dans la mise en œuvre de la ligne de petit courrier, '*Shuttle by United*' destinée à faire concurrence à '*Southwest Airlines*' sur le marché de la côte Ouest.

Un des aspects intéressants de la convention réalisée par UAL a trait à la structure de gouvernance qui a été négociée en vue d'aménager les relations entre les diverses parties prenantes. Cette structure est triplement spécifique.

Primo, le conseil d'administration est composé de 12 membres : 5 administrateurs désignés par les actionnaires extérieurs, 3 administrateurs désignés par les travailleurs (un choisi par l'ALPA, un deuxième par l'IAM et un troisième par les salariés non syndiqués) et 4 administrateurs indépendants. Outre leur place au CA, les travailleurs disposent d'un droit de regard sur la désignation des 4 administrateurs indépendants ainsi que sur la nomination du CEO ('*chief executive officer*') et du COO ('*chief operating officer*'), quoiqu'ils n'aient pas le pouvoir, à eux seuls, d'exiger leur démission.

Secundo, divers comités ont été mis en place au sein du CA afin de gérer des fonctions spécifiques. Par exemple, un comité composé de 8 directeurs est chargé de veiller au bon fonctionnement de la ligne de petit courrier, domaine dans lequel il dispose d'une compétence exclusive. Un comité social ('*labor committee*') composé de trois membres, à l'exclusion du représentant des travailleurs (!) dispose de la compétence exclusive en ce qui concerne les salaires et les relations collectives. L'exclusion du représentant des salariés a été justifiée par la nécessité de protéger les actionnaires extérieurs contre une expropriation éventuelle de leur investissement par les travailleurs (il s'agit d'éviter qu'une fois présents au comité social, les travailleurs ne

procèdent à des augmentations salariales au détriment d'autres stratégies plus rentables). Une des visées supplémentaires est de garder hors du conseil d'administration les éventuels problèmes liés à la renégociation des contrats à l'issue de la période de validité de la convention (celle-ci a été prévue pour une durée de 6 ans, à l'issue de laquelle une nouvelle convention collective devra être conclue).

Tertio, l'accord prévoit des règles précises en matière de droit de vote. Les employés actionnaires n'élisent pas directement les trois directeurs qui les représentent. Ceux-ci sont élus par un groupe d'actionnaires préférentiels divisé en trois catégories et contrôlé par les syndicats. Toutefois, pour certaines opérations bien précises (par exemple, la modification des statuts de la société), les droits de vote préférentiels ne jouent pas et les travailleurs actionnaires exercent leurs droits de vote individuels.

3-3-2. Les avantages et les limites des *Esops* dans les entreprises en transition

Dans une étude consacrée à UAL, J. Gordon, expose quels sont les avantages attachés à l'utilisation du mécanisme de l'actionnariat salarié dans les entreprises en difficulté ou en transition. Ces avantages sont de trois ordres.

1. L'actionnariat salarié favorise l'alignement des intérêts des parties prenantes quant à la répartition des pertes et des gains consécutifs à une restructuration. « *Giving employees a share of the equity can reduce the costs of bargaining in times of severe economic stress or significant transition for an organisation.* »¹⁷⁵ Quand une entreprise connaît une diminution importante de rentabilité suite à une modification de l'environnement économique, les conséquences de cette diminution peuvent être répercutées soit sur les actionnaires (réduction des dividendes et/ou chute du cours de l'action) soit sur les travailleurs (sous la forme de réductions salariales). L'instrument *Esop* permet, dans une telle situation, de répartir plus équitablement ces conséquences dans la mesure où les réductions de salaires sont partiellement compensées par l'attribution d'actions. L'actionnariat salarié amène les travailleurs, collectivement, à sacrifier des perspectives de court terme pour du long terme. Il constitue, en outre, une sorte d'assurance contre les risques d'opportunisme managérial : dans le cas où les dirigeants privilégient une

¹⁷⁵ J. GORDON, *op.cit.* (1999)

stratégie ayant pour but de maximiser les intérêts des actionnaires, les travailleurs sont assurés de pouvoir partager les gains découlant de l'opération.

2. L'actionnariat salarié permet de réduire les asymétries d'information entre les différentes parties prenantes. D'une part, l'octroi de parts de capital aux travailleurs aide à crédibiliser le discours managérial quant à la nécessité de restructurer l'entreprise, l'offre d'actions pouvant être comprise comme un signal que l'entreprise est réellement en difficulté. D'autre part, il crédibilise l'engagement du management à partager les profits futurs dans le cas où la réorganisation est un succès. Enfin, la présence de représentants des travailleurs dans les organes de direction de la société (le C.A) permet de signaler aux travailleurs qu'ils recevront des informations suffisantes sur la situation économique et financière de l'entreprise. « *The access to high quality information through employee directors means that employees and management will bargain on the basis of common, credible information. This will reduce the risk that parties will negotiate from radically different premises about the firm's financial condition and reduce the potential for the fact or appearance of bad faith bargaining.* »¹⁷⁶
3. De manière plus générale, l'actionnariat salarié peut contribuer à promouvoir des innovations organisationnelles dans les relations de travail ainsi que dans la culture d'entreprise. Dans cette optique, il ne sert pas uniquement à réduire les coûts engendrés par une transaction occasionnelle mais il permet également à l'entreprise de gérer, de façon moins adversariale et sur le long terme, les tensions et les opportunités inhérentes à la fluctuation de l'environnement économique. « *(Esop) places a premium on a pragmatic style of learning by monitoring in which collaboration among and between employees and managers may give the firm a comparative advantage in a competitive market and thus increase its chances for survival and prosperity.* »¹⁷⁷

Indépendamment des avantages qui y sont associés, le dispositif mis en place chez UAL n'a toutefois pas généré des développements satisfaisants.

¹⁷⁶ J. GORDON, *op.cit.* 331 (1999)

¹⁷⁷ J. GORDON, *op.cit.*:334 (1999) Cet argument apparaît dans la version la plus récente des travaux de Gordon. Dans ses premiers travaux au sujet de UAL, il soutenait au contraire que les gains d'efficience générés par l'actionnariat salarié n'étaient valables que pour une période temporaire (c'est-à-dire durant la période de transition).

Comme en atteste une étude récente, la mise en place du plan *Esop* n'a pas engendré de modification significative du climat social (relativement conflictuel) ou les relations de pouvoir (très asymétriques) entre la direction et les salariés, la compagnie continuant d'être dirigée par ses managers et ses actionnaires institutionnels¹⁷⁸. Le projet de rachat de US Airways, dont la réalisation a finalement échoué suite au veto émis par les autorités de la concurrence, avait ainsi été élaboré unilatéralement par la direction d'UAL, contre l'avis du syndicat des pilotes. La structure de gouvernance de la compagnie constitue un facteur important dans cette absence de réel contre-pouvoir des travailleurs puisque le comité social, qui est compétent, au sein du conseil d'administration, pour toutes les matières sociales et salariales, ne comprend pas de représentants des travailleurs.

Par ailleurs, l'impossibilité, pour les travailleurs impliqués dans l'*Esop*, de revendre leurs actions avant leur retraite ou leur départ de l'entreprise a généré des frustrations et des insatisfactions au sein du personnel : alors même qu'ils détiennent la majorité du capital de la compagnie, les travailleurs n'ont pas la faculté de 'consommer' librement les revenus générés par leur adhésion au projet de redressement de l'entreprise.

En outre, une disparité s'est progressivement créée entre différentes catégories de travailleurs. L'accord prévoit, en effet, que le capital de l'entreprise est transféré aux travailleurs sur une période de 6 ans, étant entendu que les travailleurs les plus récents reçoivent progressivement moins d'actions que leurs collègues plus anciens. Il stipule également que les travailleurs – en tant que groupe – conserveront la majorité des droits de vote ainsi qu'une influence dans le processus de désignation des directeurs jusqu'au moment où le niveau d'actionnariat salarié passe en dessous de la barre des 20%. A moyenne ou longue échéance, on peut donc imaginer que les 3 directeurs-employés soient représentatifs de travailleurs ne possédant plus qu'une part très minoritaire du capital.

Au-delà de ces difficultés spécifiques, UAL fait face, depuis environ trois ans à une crise majeure qui met en péril l'existence même de la compagnie. Cette situation mérite d'être brièvement exposée.

Les années 1995 à 2000 se sont caractérisées par un contexte économique très

¹⁷⁸ C. SAUVIAT, « La négociation collective dans les transports aériens : une revanche des salariés ... de courte durée », *Chronique Internationale de l'IREs*, n°73 (Novembre 2001).

favorable et des profits records pour les grandes compagnies aériennes américaines. Ces dernières ont reconstitué leurs marges, sur fond de concentration et de reconstitution d'un oligopole. Cette période a également été marquée par un renouveau revendicatif, après les années de concessions salariales acceptées par les syndicats en échange de contreparties qui ne paraissent pas avoir été à la hauteur des attentes des travailleurs. Durant cette période, l'expérience de l'actionnariat salarié n'a plus vraiment fait recette et les travailleurs se sont davantage axés vers l'obtention d'augmentations salariales traditionnelles. Ainsi, en 2000 (année de renégociation de la convention UAL), quelque 10000 pilotes, membres de l'ALPA, ont ratifié une nouvelle convention collective d'entreprise prévue pour une durée de 4,5 ans et donnant lieu à une augmentation de salaire de 23,8% en moyenne ainsi qu'une amélioration de leur régime complémentaire de retraite. Cette augmentation compense en grande partie les coupes salariales négociées en 1994 dans le cadre de la transaction ESOP.

Aujourd'hui, suite à la hausse de prix du pétrole et au ralentissement de l'activité économique – qui sont les conséquences partielles des événements du 11 septembre, le secteur aérien doit faire face à une nouvelle crise qui a des conséquences sérieuses sur le climat contractuel et, dans le cas d'UAL, pourrait s'avérer fatale. En février 2002, UAL a annoncé qu'elle avait accusé des pertes nettes très importantes pour 2001 (sur l'ensemble de l'année 2001, les pertes s'élèvent à 2,1 milliards \$, soit 40,4 \$ par actions). L'action qui s'était négociée à plus de 100\$ lors de l'*Esop* de 1994 était tombée à moins de 20\$ en octobre 2001 et à 3\$ en novembre 2002 ! Pour faire face à cette situation problématique, la compagnie a mis en place, au cours des derniers mois de l'année 2002, une série de mesures visant à réduire les coûts de manière significative, afin de les aligner avec les réalités financières auxquelles sont actuellement soumises les compagnies aériennes. Un plan de restructuration a été lancé et a fait l'objet de négociations avec les différents groupes d'employés. Dans le même temps, la compagnie a annoncé qu'elle envisageait de se placer sous la protection du fameux Chapitre 11 (dont l'objectif est d'aménager une procédure permettant aux entreprises en difficulté de se restructurer et de se réorganiser afin de stabiliser leur situation financière, la direction en place restant généralement aux commandes.) Il est symptomatique de voir que, dans le cadre de cette nouvelle tentative de restructuration, la formule de 1994 n'a plus la faveur des travailleurs. En novembre 2002, les pilotes

ont accepté des réductions de salaires équivalant à 2,2 milliards\$ mais, en échange, ils réclament non plus des actions mais 20 millions de stock options équivalant à 12% du capital d'UAL. Selon un pilote interviewé par '*Business Week*'¹⁷⁹, dans le cas où la restructuration est couronnée de succès, les options permettront de capitaliser immédiatement sur l'amélioration de la performance de l'entreprise, ce qui n'est pas le cas des actions octroyée via l'*Esop* qui, elles, restent bloquées jusqu'au départ de l'entreprise. Echaudé par la chute vertigineuse du cours des actions, le syndicat des machinistes demeure, quant à lui, rétif à toute réactivation du système *Esop*. Entre-temps, suite à la menace de faillite, les *trustees* du plan *Esop* ont commencé à vendre une partie des actions détenues par le plan, afin – comme le prescrit la loi¹⁸⁰ – de procéder à une diversification partielle des actifs du plan. Cette opération de diversification risque d'ouvrir la porte à un changement de contrôle de la compagnie puisque, dans l'intérêt *financier* des bénéficiaires, le *trustee* pourrait décider de revendre l'ensemble des actions *Esop* à un repreneur extérieur. Dans cette éventualité, il serait mis fin au contrôle salarial de l'entreprise.

3-4. Les *Esops*, comme instruments permettant la transmission d'entreprises aux travailleurs.

Vu les divers avantages fiscaux qui y sont attachés, les *Esops* constituent, en droit américain, un instrument particulièrement approprié pour réaliser le transfert de la propriété d'une société ou d'une branche de cette dernière aux travailleurs (et donc assurer la continuité des entreprises). Kelso a d'ailleurs souligné l'intérêt de mobiliser les travailleurs à titre de repreneurs privilégiés, car ceux-ci comptent parmi les parties les plus concernées par la productivité et la pérennité des entreprises : « *employees are said to be the 'natural shareholders' of the firm ; capital accumulation in the hands of wealthy take-over practitioners is avoided ; subsidies ease cash flow repayments for the workers ; and the process of broadened capital ownership is set in progress.* »¹⁸¹

¹⁷⁹ "Stock Options: Fuel for United's Revival?", by Aaron Bernstein, *Business Week*, november 8, 2002.

¹⁸⁰ Le *trustee* a estimé que, vu les circonstances, le maintien d'un investissement exclusivement composé d'actions de la compagnie, n'était pas conforme à la loi gouvernant les *Esops* car un tel maintien irait à l'encontre des intérêts des bénéficiaires.

¹⁸¹ *Letter from Louis Kelso to the Wall Street Journal* (April 15, 1985). Voir aussi, HERDA, *op.cit.* (1986) et SIEGEL & BUCKMANN, « Role of *Esops* in Corporate Finance », 195 *N. Y. Law Journal* (1985).

Techniquement, l'opération de transmission, qualifiée de '*leveraged worker buyout*', se fait au travers d'un *Esop* à effet de levier : le plan emprunte de l'argent afin de procéder au rachat des parts de la société vendeuse. Une fois cédée, cette dernière effectue des versements au plan afin de contribuer au remboursement de l'emprunt. La société procède ensuite aux diverses déductions fiscales offertes par le système.¹⁸² Le rachat peut se faire en une fois ou graduellement.

Dans la pratique, la technique du '*leveraged worker buyout*' a souvent été utilisée dans les sociétés non cotées, car c'est dans ce type de sociétés que le problème de la pérennité sociétaire se pose avec la plus grande acuité. L'*Esop* permet de créer, au profit de l'actionnaire de référence qui désire se retirer (souvent, il s'agit du fondateur), un marché 'interne' des actions assorti d'avantages fiscaux. Le législateur a d'ailleurs prévu un incitant fiscal spécifiquement destiné aux propriétaires de sociétés non cotées qui désirent céder leur entreprise à leurs travailleurs. L'IRC Section 1042 stipule ainsi que l'actionnaire d'une société non cotée qui revend ses parts de capital à l'*Esop* peut bénéficier d'un dégrèvement fiscal sur les gains issus de la vente, dans la mesure où l'opération répond aux conditions suivantes :

- (i) Pour être exonéré, le vendeur doit avoir détenu les parts pendant au moins trois ans.
- (ii) A l'issue de la vente, le plan doit détenir au moins 30% du capital de la société.
- (iii) Pour bénéficier de l'immunisation, le propriétaire doit réinvestir le profit de la vente dans des actifs mobiliers 'qualifiés' c'est-à-dire répondant à certaines conditions légales (la définition est assez large ; il s'agit de parts de capital de sociétés américaines cotées ou non-cotées). Pour autant que l'argent reste réinvesti, les héritiers du propriétaire peuvent également bénéficier de l'immunisation ; le désavantage de cette condition étant évidemment l'impossibilité pour le propriétaire de continuer à être immunisé dans le cas où il veut 'liquéfier' son investissement. Cela dit, des solutions ont été imaginées pour contourner ce problème, principalement la création d'un instrument financier spécifique, l'« *Esop Note* », basé sur la rétrocession d'une partie de l'argent investi sous la forme d'un emprunt qui ne subit pas de requalification.

¹⁸² C'est ce qui fait dire à la doctrine que les transmissions d'entreprises via le mécanisme *Esop* sont financées par des '*pretax corporate dollars*'.

- (iv) Les parts rachetées par le plan ne peuvent être réallouées au vendeur ou à des membres de sa famille proche.

Supposons un propriétaire qui détient des actions d'une valeur de 3 000 000 de dollars dans une société non cotée. Si cet actionnaire décide de vendre ses parts sans recourir à un *Esop*, il sera taxé à l'impôt sur le revenu pour un montant de 800 000 dollars (du moins si on suppose un taux d'imposition fédéral et étatique d'environ 26%). Il retirera donc un bénéfice de 2.200.000 dollars sur la vente. Par contre s'il revend ses parts à un *Esop*, il sera immunisé fiscalement, pour autant qu'il réinvestisse la contre-valeur dans des actifs mobiliers qualifiés. Le *trust*, quant à lui, va déduire, à concurrence de 25%, le principal de l'emprunt qui lui a été concédé pour racheter les parts du propriétaire sortant et, à concurrence de 100%, les intérêts de cet emprunt.

Notons que, s'agissant des rachats initiés par les cadres (*'management buyouts'*), l'utilisation du mécanisme *Esop* se heurte aux exigences légales en matière d'éligibilité et de non discrimination que nous avons exposées dans deuxième section (point 2-2) c'est-à-dire que les autres travailleurs ne peuvent être totalement tenus à l'écart de l'opération de rachat.

Que ce soit dans les sociétés cotées ou les sociétés non cotées, la transmission d'entreprise via un *Esop* génère, en gros, le même type de conflits que ceux que nous avons exposés dans la section précédente. Les principaux problèmes rencontrés par l'administration et les tribunaux ont trait à l'évaluation de la valeur des actifs faisant l'objet de la transaction. A cet égard, on se rappellera notamment la controverse suscitée par la jurisprudence *'a dollar for a dollar'* que nous avons évoquée dans notre point 3-3.

3-5 Les *Esops* comme instruments de protection contre les prises de contrôle¹⁸³

L'utilisation des *Esops* dans le cadre des fusions, acquisitions et restructurations remonte au début des années 80, période caractérisée par un emballement du marché

¹⁸³ Une prise de contrôle peut se réaliser par une fusion, une OPA ou un *'proxy contest'*, les trois procédures pouvant être combinées au sein d'une seule et même opération.

pour le contrôle des entreprises¹⁸⁴. Les *Esops* ont été mobilisés par les dirigeants dans le cadre de stratégies défensives, visant à verrouiller l'actionnariat¹⁸⁵.

Utilisé dans le cadre des OPA, le dispositif *Esop* présente trois avantages.

Premièrement, le réservoir de voix que contiennent les *Esops*, fait de ces derniers des boucliers potentiels contre des tentatives de reprise par des '*raiders*' indésirables. Ce constat est fondé sur la supposition selon laquelle il est relativement aisé pour un dirigeant de mobiliser une partie des salariés contre un prédateur, ne fût-ce qu'en brandissant le spectre de la probable restructuration consécutive aux fusions, cessions et démembrements d'entreprises. Dans une étude publiée en 1994 dans le '*Journal of Finance*', Chaplinsky et Niehaus se sont ainsi attachés à mesurer les effets dissuasifs joués par les *Esops* ; ils montrent que les *Esops* ont un impact plus important sur le taux d'OPA que d'autres tactiques défensives comme les '*poison pills*' ou les actions en justice.¹⁸⁶ Ce dispositif permet, en effet, de transférer tout ou partie du contrôle de l'entreprise dans les mains d'actionnaires - les travailleurs - qui possèdent un prix de réserve plus élevé que les autres actionnaires (pour qu'ils cèdent leurs actions, le raider devra proposer un prix plus haut que celui du marché).

Deuxièmement, les divers avantages fiscaux attachés aux *Esops* sont autant d'incitants permettant aux firmes de transférer, à moindre coût, tout ou partie de

¹⁸⁴ La valorisation du marché du contrôle s'inscrit, pour partie, dans la croyance selon laquelle les *takeovers* et autres prises de contrôle contribuent à accroître l'efficacité économique (comprise ici dans sa dimension allocative). Dans un article important, Michaël Jensen et Richard Ruback montrent, sur base d'une étude d'une douzaine de cas empiriques, que les prises de contrôle (qui sont rendues possibles par l'existence d'un marché du contrôle) constituent des transactions génératrices de gains en terme d'efficacité. Selon cette étude, une prise de contrôle est bénéfique tant aux actionnaires de la firme visée qu'aux actionnaires de la firme acquéreuse. Les premiers peuvent vendre leurs actions à un prix supérieur au prix du marché ; les seconds peuvent engranger un bénéfice équivalant à la différence entre la nouvelle valeur de leur société et le paiement effectué aux anciens actionnaires de la société qui a fait l'objet de la prise de contrôle. L'efficacité du marché du contrôle est fondée sur deux sources différentes. D'une part, les firmes visées par une prise de contrôle sont souvent contrôlées par un management inefficace. Les changements de contrôle servent alors à supprimer ce management au profit d'une nouvelle équipe plus performante. D'autre part, une fois mises ensemble, deux firmes peuvent produire des synergies qui ont un impact positif du point de vue de l'efficacité. [M. JENSEN & R. RUBACK, « The Market for Corporate Control : the Scientific Evidence », 11 *J. Fin. Econ.*, 5 (1983)] Cette conception de l'efficacité du marché du contrôle a fait l'objet d'un débat riche et complexe dont il n'y a pas lieu de rendre compte ici. On soulignera simplement que le Williams Act, qui constitue la législation de référence en la matière adopte une position neutre quant à la question de savoir qui de la société prédatrice ou de la société visée doit faire l'objet d'une protection juridique accrue [Securities Exchange Act of 1934, § 13 (d)-(g), 14 (d)-(f), 15 U.S.C. § 78m(d)-(g), 78n(d)-(f) (1982)].

¹⁸⁵ Dans la pratique, les prises de contrôle engendrent des réaménagements organisationnels dans lesquels on trouve souvent la révocation de l'équipe dirigeante.

¹⁸⁶ S. CHAPLINSKY & G. NIEHAUS, « The Role of ESOPs in Takeover Contests », *Journal of Finance*, vol XLIX, n°4, 1451 (1994).

leur capital aux travailleurs. Nous avons déjà évoqué les différents avantages fiscaux attachés aux *Esops* ordinaires ainsi qu'aux *Esops* à effet levier ; il n'y a pas lieu d'y revenir.

Troisièmement, la société qui instaure un *Esop* exerce un contrôle sur l'émission de ses propres actions. Ainsi, là où l'offre d'actions est inélastique, l'investisseur extérieur est dans une position moins avantageuse que le plan qui bénéficie d'un lien privilégié avec la société et peut lui 'commander' l'émission de nouvelles actions.

Même si le droit américain reconnaît (explicitement ou implicitement) que les *Esops* peuvent être utilisés pour réaliser certaines stratégies financières ou managériales (financement de projet, transmission d'entreprise, etc.), la jurisprudence (appuyée par la doctrine) est intervenue pour mettre des limites à l'usage qui peut en être fait dans le cadre des OPA et autres prises de contrôle.

Du point de vue juridique, deux types de limites ont été mises en évidence. L'une concerne la question de savoir si un manager qui décide de mettre en place un *Esop* en période suspecte (c'est-à-dire là où il y a menace d'OPA sur la société), ne viole pas les devoirs fiduciaires qui lui sont imposés par le droit des sociétés (c'est-à-dire les devoirs de loyauté et de diligence dus à la société et ses actionnaires). L'autre type de limite - et cette problématique recoupe en partie les développements précédents - a trait à la manière dont le *trustee* doit exercer les droits de vote des parts détenues dans le plan. Il s'agit ici de vérifier la conformité du comportement du *trustee* au regard des devoirs fiduciaires imposés par ERISA.

3-5-1. L'utilisation des *Esops* comme instruments d'ancrage managérial au regard du droit des sociétés

En droit américain des sociétés, les dirigeants sont tenus au respect des droits et devoirs fiduciaires qui pèsent traditionnellement sur les *trustees*. Certes, ils ne sont pas à proprement parler des *trustees*, mais, parce qu'ils bénéficient de la confiance des actionnaires, ils sont tenus envers eux par des devoirs qui leur imposent une intégrité maximale¹⁸⁷. J. Coffee souligne, à cet égard, que les comportements des dirigeants

¹⁸⁷ Le fonctionnement des sociétés a souvent été rapproché de celui du *trust* parce que les deux institutions font appel à un transfert de propriété à un *trustee* qui est censé poursuivre, en toute loyauté, la

ainsi que les normes qui régissent les relations internes à l'entreprise (acte constitutif, statut) peuvent parfois être dictées par des considérations partisans visant à servir des intérêts particuliers (au premier rang desquels ceux des managers). La règle des devoirs fiduciaires vise à rencontrer ces dérives puisque les juges peuvent, en équité, écarter les transactions qui, bien que respectueuses du prescrit légal, sont contraires aux exigences de loyauté et de diligence¹⁸⁸. Il faut savoir, en effet que le droit anglo-américain distingue, à côté des droits et devoirs légaux, une sphère normative concurrente, celle des droits et devoirs équitables (*'equitable rights and duties'*) que les juges sont chargés de faire respecter, eu égard au principe selon lequel « *une action inéquitable ne devient pas permise du seul fait qu'elle est légalement possible.* »¹⁸⁹

A l'instar des *trustees*, les dirigeants doivent respecter un devoir de loyauté (*duty of loyalty*) et un devoir de diligence (*duty of care*). Au sens strict, ces devoirs fiduciaires s'appliquent aux membres du '*board of directors*' (les administrateurs). La loi et la jurisprudence ont toutefois étendu leur application aux '*officers*' et notamment au '*chief executive officer*' (le manager), qui exerce la gestion quotidienne de la société¹⁹⁰.

→ Le devoir de loyauté demande des dirigeants qu'ils exercent leurs pouvoirs et leur autorité de manière conforme à l'intérêt de la société confiée à leur charge. Ceux-ci doivent agir de bonne foi, de manière honnête et désintéressée. Il s'agit, pour l'essentiel, d'écarter les transactions qui sont le siège d'un conflit d'intérêts entre les dirigeants et la société. « *The role of the duty of loyalty is to prevent enough instances of self-dealing from slipping through that the overall incentive compatibility of the form (the firm) is not undermined. The form maintains its usefulness if some self-dealing gets through, but not if too much does. (...) The role of the duty of loyalty is to provide a check on directorial or controlling shareholder opportunism.* »¹⁹¹

→ Le devoir de diligence est énoncé dans les principes de *Corporate governance* de

réalisation du but particulier qui a motivé la création du trust. L'analogie s'arrête là ; les directeurs ne sont pas des *trustees*. Ils sont fréquemment encouragés à entreprendre des investissements risqués dans le but de maximiser le gain des actionnaires. Les *trustees*, par contre, sont chargés de maintenir et de faire fructifier les biens qui font l'objet du trust, en évitant les opérations trop risquées ou spéculatives.

¹⁸⁸ J. COFFEE, « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role », 89 *Colum. L. Rev.*, 1618 (1989).

¹⁸⁹ *Schnell v. Chris-Craft Industries Inc.*, 285 A.2d 437 (Del. Sup. 1971) ; *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. Sup. 1977).

¹⁹⁰ Voir à ce sujet, R. HAMILTON, *op.cit.*, 278 (1996).

¹⁹¹ E. B. ROCK & M. L. WACHTER, « Island of Conscious Power : Law, Norms and the Self-Governing Corporation », 149 *University of Pennsylvania Law Review*, 1619 (2001).

l'American Law Institute (« *the director is expected to perform her functions with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances.* »¹⁹²), dans le Revised Model Business Corporation Act (« *director shall discharge his duties as a director . . . with the care an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances.* »¹⁹³) ainsi que dans la jurisprudence Delaware ("*directors of a corporation in managing the corporate affairs are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances.* »¹⁹⁴) L'idée, ici, est que le dirigeant doit agir prudemment, avec la sagesse pratique et le jugement informé qui est requis d'une personne ordinaire placée dans de semblables circonstances.

En droit américain, l'examen de la conformité d'une décision managériale au devoir de diligence se combine avec la « *business judgment rule* »¹⁹⁵, qui circonscrit une sphère permettant aux dirigeants de prendre, en opportunité et pour autant qu'ils soient de bonne foi, les décisions qui s'avèrent nécessaires pour faire prospérer l'entreprise, sans risquer de tomber sous le couperet d'actions intempestives en responsabilité. La '*business judgment rule*' équivaut à une présomption selon laquelle le directeur a agi de manière désintéressée, de bonne foi, dans le meilleur intérêt de la société et après avoir procédé à un examen raisonnable de la situation. L'idée, ici, est que le juge doit se garder de sanctionner trop sévèrement les décisions managériales ; il doit veiller à la préservation d'une sphère d'autonomie dans la mesure où celle-ci est nécessaire pour générer de l'innovation de la part des dirigeants. Par exemple, les dirigeants doivent pouvoir être immunisés contre des reproches qui proviendraient d'actionnaires mécontents sous prétexte qu'il aurait fallu commercialiser tel produit plutôt que tel autre, ou qu'il aurait fallu engager telle dépense au détriment de telle autre.

¹⁹² Am. Law Inst., Principles of Corporate Governance § 4.01(a) (1994).

¹⁹³ Revised Model Business Corporation Act § 8.30(a)(2) (1983).

¹⁹⁴ Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co, 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).

¹⁹⁵ La section 4.01 (a) du 'Corporate Governance Project' de l'American Law Institute définit la règle de la manière suivante : « *a director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills his or her duty if (a) he or she is not interested in the subject of the business judgment, (b) he or she is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believed to be appropriate under the circumstances and (c) he or she rationally believes that the business judgment is in best interests of the corporation.* »

Il n'y a pas lieu de détailler ici les extensions que la jurisprudence et la doctrine ont, de manière raffinée et complexe, données à ces principes¹⁹⁶. L'élément qui retiendra notre attention est leur articulation à la problématique des *Esops*, dans le contexte des OPA. S'agissant des *Esops* défensifs, s'est en effet posée la question de savoir si la décision managériale de recourir à un tel dispositif n'est pas contraire aux devoirs fiduciaires des dirigeants, dans la mesure où elle a pour objectif de renforcer l'ancrage de l'équipe en place, au détriment éventuel des intérêts de la société et de ses actionnaires ? En effet, les techniques du '*pass-through voting*' et du vote miroir permettent aux dirigeants de s'assurer que les droits de vote attachés aux parts détenues dans le plan seront exercés par des actionnaires 'favorables', les travailleurs.

La jurisprudence apporte des éléments de réponse à ce problème.

Dans *Norlin v. Rooney Palace*¹⁹⁷, le juge sanctionne une décision managériale portant sur l'instauration d'un *Esop*. Deux éléments d'appréciation sont pris en compte. D'une part, le plan a été mis en place durant une période 'suspecte', en l'espèce, 5 jours après que la société Norlin (visée par une OPA) se soit vu refuser, par un Tribunal, une injonction lui permettant d'interdire au raider (la société Piezo) d'acheter des actions supplémentaires. Comme le relève la doctrine, la décision managériale de recourir à un *Esop* pour contrer une OPA a beaucoup plus de chances de passer le test des devoirs fiduciaires là où le plan a été établi préalablement à la menace: "*if actions can be taken prior to a tender offer, the risk of such theories being successfully asserted can be significantly reduced provided there are other legitimate purposes for implementing or maintaining an employee benefit plan that owns employer stock*".¹⁹⁸ D'autre part, le transfert d'actions au plan a un caractère déloyal, car il a pour seul objectif la volonté d'empêcher une reprise hostile.

¹⁹⁶ Notons que, pour évaluer une prétendue violation du devoir de diligence tout en respectant le principe de la '*business judgment rule*' les juges ont été particulièrement attentifs à la collecte d'informations ('*the good faith efforts of directors to be reasonably informed*') ainsi qu'aux négligences grossières qui auraient été commises.

¹⁹⁷ *Norlin v. Rooney Palace*, 744 F. 2d 255 (2d. Cir. 1984).

¹⁹⁸ A.G BRECHER, S. LAZARUS & W.A GRAY, « The Function of Employee Retirement Plans as an Impediment to Takeovers », 38 *Bus. Law.*, 504 (1983).

En 1985, dans l'affaire Unocal v. Mesa¹⁹⁹, la Cour Suprême du Delaware énonce un principe permettant d'évaluer la légalité des mesures anti-OPA initiées par les dirigeants. Ce principe fait appel à un standard très strict d'évaluation des comportements managériaux. Pour justifier une mesure défensive, les dirigeants doivent démontrer qu'ils ont estimé, de manière raisonnable, que la tentative de prise de contrôle constituait une menace pour la société. La mesure défensive doit également être jugée raisonnable au regard de la menace existante. Avant d'octroyer la protection attachée à la '*business judgment rule*', le juge doit donc évaluer quelle est la nature de l'OPA et quels seraient ses effets sur la société visée. Il doit également examiner si le dirigeant a agi de bonne foi et s'il a pris la peine d'effectuer une analyse raisonnable de la situation. Selon les termes de l'arrêt, dans le contexte d'une OPA « *there is an omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interest, rather than those of the corporation or its shareholders. (...) We must bear in mind the inherent danger in the purchase of shares with corporate funds to remove a threat to corporate policy when a threat to control is involved. The directors are of necessity confronted with a conflict of interest, and an objective decision is difficult.* »²⁰⁰

L'extension exacte qu'il convient de donner au principe dégagé dans Unocal demeure assez incertaine. Celui-ci a généré des insatisfactions dans la pratique, car il ne permet pas de prédire avec suffisamment de précision quelles sont les stratégies prohibées. De ce point de vue, les décisions Shamrock Holdings (1989)²⁰¹ et NCR Corp.v. American Telephone & Telegraph Co. (1991)²⁰² ont apporté des éléments d'analyse complémentaires.

L'affaire Shamrock a pour toile de fond la fameuse tentative de prise de contrôle de la société Polaroid. Pour contrer un raid hostile de Shamrock, les directeurs de la société Polaroid créent un plan *Esop*²⁰³. Ils dotent le plan d'un nombre important d'actions de la société en vue d'empêcher Shamrock d'acquérir les 85% du capital qui lui sont nécessaires, conformément à la loi du Delaware, pour procéder à une fusion. En réaction à la stratégie défensive de Polaroid, Shamrock intente une action en justice en vue de faire reconnaître, entre autres griefs, une violation par les directeurs de leurs devoirs fiduciaires. Selon Shamrock, la décision managériale portant sur le recours à un

¹⁹⁹ Unocal Corp. v. Mesa, 493 A. 2d 946 (Del.1985).

²⁰⁰ *Id.* at 954 & 955.

²⁰¹ Shamrock Holdings Inc. v Polaroid Corp., 559 A.2d 257 (Del. Ch. 1989).

²⁰² NCR Corp.v. American Telephone & Telegraph Co, 761 F. Supp. 475 (S.D. Ohio 1991).

²⁰³ Un projet de plan *Esop* (*in tempore non suspecto*) avait déjà été élaboré avant la menace de raid hostile mais celui-ci fut remplacé par un plan plus étendu au moment où l'OPA s'est matérialisée.

plan d'actionnariat salarié dans le contexte d'une OPA, est contraire aux intérêts de la société car elle a pour seul but de cadenasier l'actionnariat. Le principe dégagé par la Cour dans cette affaire est le suivant. Conformément à *Unocal*, la '*business judgment rule*' ne peut s'appliquer que si le caractère raisonnable du plan est établi. La Cour estime que, pour juger du caractère raisonnable d'un *Esop* défensif, le juge doit se baser sur divers facteurs liés aux attributs du plan ainsi qu'aux circonstances entourant son instauration. En l'espèce, le juge propose quatre critères qu'il estime toutefois non exhaustifs, d'autres éléments d'appréciation pouvant entrer en ligne de compte (comme la durée du plan, la relative indépendance des travailleurs dans l'exercice des droits de vote, etc.) :

- (i) Le plan est-il '*shareholder neutral*' ? La neutralité du plan est liée à son mode de financement. Si le plan a été financé indirectement par les travailleurs au moyen d'une réduction de salaire et que les actionnaires n'ont dû supporter aucun coût, le plan sera considéré comme '*shareholder neutral*'.
- (ii) Le plan a-t-il été établi pour servir un objectif lié au business de la société ? On considère que le plan satisfait à cet objectif s'il a été mis en place dans le but d'augmenter la productivité des travailleurs en faisant participer ces derniers au capital de la société.
- (iii) Le plan a-t-il un but défensif ?
- (iv) Quel est l'effet de dilution du plan ? Selon la Cour, le plan Polaroid peut être maintenu : celui-ci est neutre, il a été financé par une réduction de salaire de 5%, il ne possède aucun caractère déraisonnable et il n'entraîne aucune réduction de la valeur des parts. « *The evidence does establish that management has a leg up based upon its easy access to the employees and their likely concern about job security. However, there is no evidence that the Esop is a 'lock-up' or that the leg up it gives management in any way harms the company or its public stockholders. The Esop may mean that a potential acquiror will have to gain the employees' confidence and support in order to be successful in its takeover effort. However, there has been no showing that such support is or would be impossible to obtain.* »²⁰⁴

²⁰⁴ Shamrock Holdings Inc. v Polaroid Corp., at 274.

L'affaire NCR, par contre, s'est soldée par une sanction de l'*Esop* défensif de la société NCR. Contrairement à l'affaire Shamrock qui fait appel, en le sophistiquant, au test dégagé dans Unocal, dans NCR la Cour mobilise une analyse en terme d'objectif, qualifiée en droit anglo-américain de '*primary purpose test*'. Enoncé dans Cummings v. United Artists (1964), ce test est défini de la manière suivante: « *where a good corporate purpose is being furthered and is the principal motivation for an action by a board of directors, the fact that the consummation of such transaction may have some effect on the control of the corporation is immaterial and the agreement will stand or fall depending on whether it is fair to the corporation.* »²⁰⁵ Le '*primary purpose test*' invite donc le juge à déterminer quel est l'objectif poursuivi par le manager qui recourt à une mesure défensive : ce but est-il légitime ou vise-t-il exclusivement à maximiser l'intérêt de l'équipe dirigeante, c'est-à-dire manipuler le contrôle afin d'assurer son auto-perpétuation? En l'espèce, la Cour a considéré que la décision managériale servait un but illégitime puisqu'elle visait avant tout à 'ancrer, l'équipe dirigeante et à empêcher que la société ne fasse l'objet d'une prise de contrôle. Pour étayer sa position, elle a fait appel à divers éléments d'appréciation : le moment où le plan a été mis en place (en l'espèce, la société était au cœur d'une tentative d'OPA), le montant de capital transféré au plan, les modalités d'exercice des droits de vote, la structure du dispositif, etc.

On le voit, pour évaluer la légalité d'un comportement managérial dans le contexte d'une OPA, divers standards ont été retenus par les Cours et Tribunaux. Ces standards, qui constituent autant de prolongements de la jurisprudence Unocal de la Cour Suprême, permettent au juge d'effectuer une balance des intérêts des diverses parties en cause (la société, le management, les travailleurs). Pour l'essentiel, c'est à l'aune de l'examen du contexte dans lequel est intervenue l'instauration du plan (le plan a-t-il été établi durant une période suspecte ?) ainsi que des attributs structurels du dispositif en cause (droits de vote, rythme d'allocation des parts, etc.) que les juges vont effectuer cette balance des intérêts et statuer sur la légalité de la mesure incriminée.

²⁰⁵ Cummings v. United Artists Theater Circuit, Inc., 204 A. 2d 795, 806 (Md. 1964).

3-5-2. L'utilisation des *Esops* comme instruments d'ancrage managérial au regard de ERISA

Nous avons vu qu'en matière de droits de vote, un problème s'est posé quant à la manière dont les *trustees* doivent exercer les droits de vote des actions non allouées ainsi que des actions allouées mais pour lesquelles aucune consigne de vote n'a été donnée par les participants. Cette problématique revêt évidemment une acuité toute particulière dans le contexte des prises de contrôle. Dans une section précédente, nous avons fait état des précisions que la jurisprudence a apportées quant au mode d'exercice des droits de vote. Nous avons vu que cette jurisprudence était hétérogène, principalement à cause des divergences existant entre la position du DOL et celle des Cours et Tribunaux. Dans cette section, nous revenons sur la problématique des droits de vote mais dans le cadre spécifique des prises de contrôle. En effet, la jurisprudence semble plus unanime là où il s'agit d'évaluer la légitimité d'un vote qui intervient à l'occasion d'une OPA. Elle tend à imposer au *trustee* un examen particulièrement attentif en vue d'évaluer, dans chaque cas, si le recours à la procédure du *pass-through* ou du *mirror voting* est un comportement conforme à celui qu'aurait adopté un actionnaire normalement prudent et raisonnable, placé dans les mêmes circonstances.

En 1982, dans la décision, Donovan v. Bierwirth²⁰⁶ (que nous avons déjà évoquée dans nos développements consacrés à la notion de *fiduciary*), la Cour soutient que le dirigeant qui se trouve confronté à une OPA hostile ne peut valablement agir à titre de *fiduciary* en vue d'exercer, au nom des participants, les droits attachés aux actifs détenus dans un *Esop*. Là où les intérêts du dirigeant entrent en conflit direct avec ceux des participants, ces derniers doivent pouvoir recourir à l'intervention d'un expert indépendant pour statuer sur les aspects légaux et financiers de la transaction en cause.

En 1986, dans Danaher Corporation v. Chicago Pneumatic Toll Company²⁰⁷, la Cour se prononce en défaveur du '*pass-through voting*' dans le cadre des OPA. Le raisonnement de la Cour, que nous avons déjà exposé dans la deuxième section (point 2-4), est fondé sur l'idée que le *trustee* doit exercer ses droits et devoirs en fonction du seul intérêt financier des participants considérés comme catégorie abstraite. Les

²⁰⁶ Donovan v. Bierwirth, 680 F.2d 263 (2d Cir. 1982).

²⁰⁷ Danaher Corporation v. Chicago Pneumatic Toll Company, 635 F. Supp. 246, 249 (S.D.N. Y. 1986).

bénéficiaires des parts non allouées n'étant pas encore identifiés au moment où se pose la question de l'exercice des droits de vote, le *trustee* doit exercer ces droits de manière indépendante, sans nécessairement tenir compte des injonctions des participants actuels.

Reich v. NationsBank²⁰⁸ (1995), qui s'inscrit dans le cadre du procès Polaroid, adopte une position similaire à Danaher. En l'espèce, NationsBank avait été désigné comme *trustee* du plan *Esop* par la société Polaroid qui avait transféré à ce dernier 300 millions d'actions. Sur ces 300 millions d'actions, seuls 15 millions avaient été allouées aux participants (ce qui équivalait à un pourcentage de parts non allouées d'environ 90%). Le plan prévoyait, en cas d'OPA, une procédure de '*pass-through voting*' en ce qui concerne les parts allouées et un mécanisme de vote miroir en ce qui concerne les parts non allouées. Il stipulait également que toute absence de consigne de vote devait être assimilée à une décision de ne pas voter (c'est-à-dire ne pas céder) les actions concernées. Peu de temps après la mise en place du plan, la société Shamrock déclencha une OPA sur les titres Polaroid, pour un prix de 45 dollars par actions. Polaroid contre-attaqua en proposant de racheter les parts à 50 dollars par actions. NationsBank convoqua une réunion du '*Trust Policy Comity*', organe chargé de déterminer les grandes orientations de gestion, qui publia un avis dans lequel il conclut à l'équivalence des trois alternatives en présence (accepter l'offre de la société Shamrock, accepter l'offre de la société Polaroid ou refuser de céder les parts), aucune d'entre elles ne pouvant être qualifiée d'imprudente. Confortée par le rapport, NationsBank décida de suivre les prescriptions du plan en matière de droit de vote et envoya une lettre aux participants afin de solliciter leurs consignes de vote pour les parts allouées. Un recours fut alors introduit par le DOL qui soutint qu'en appliquant strictement les prescriptions du plan, NationsBank a commis une violation de ses devoirs fiduciaires (prudence et bénéfice exclusif). Le juge donna raison au DOL : s'agissant des droits de vote des parts non allouées, il n'y a aucune raison de croire que les participants actuels vont nécessairement prendre une décision (c'est-à-dire céder ou ne pas céder leurs parts) conforme aux intérêts du plan dans le futur ; le *trustee* est donc tenu d'exercer ces droits de vote de manière indépendante. La décision fut frappée d'appel [Herman v. Nationsbank Trust Co. (1997)²⁰⁹]. En appel, le juge se montra tout

²⁰⁸ Reich v. NationsBank of Georgia, N.A., 19 E.B.C. (BNA) 1345 (N. D. Ga. 1995)

²⁰⁹ Herman v. Nationsbank Trust Co., 125 F. 2d 1354 (11 Cir.1997).

aussi sévère, stigmatisant la décision du *trustee* de se référer aveuglément aux votes des participants sans évaluer si ces derniers ne sont pas imprudents. En l'espèce, ce danger est d'autant plus probable que les travailleurs n'ont pas bénéficié d'une information suffisante quant aux conséquences que peuvent avoir, sur le vote des parts non allouées, les votes exprimés quant aux parts allouées. Selon le juge, le *trustee* a le devoir de peser les différents intérêts en présence en vue de déterminer si le '*pass-through voting*' n'est pas imprudent. S'agissant de la disposition du plan prescrivant une abstention du *trustee* pour les parts non allouées n'ayant fait l'objet d'aucune consigne, la Cour soutient que le *trustee* peut honorer une telle disposition pour autant que les participants aient été explicitement informés des conséquences découlant d'une éventuelle abstention de leur part.

Le *trustee* qui est confronté à une offre d'achat dans laquelle l'acquéreur propose un prix supérieur au prix du marché, est-il automatiquement tenu de céder les parts détenues par le plan ? Cette question a fait l'objet d'une réponse nuancée. Certes, comme c'est en termes exclusivement financiers que se mesure l'intérêt des bénéficiaires²¹⁰, l'existence d'une surprime oblige le *trustee* à céder les actions du plan au repreneur qui offre cette surprime. Le DOL et l'IRS ont toutefois précisé que l'existence d'une surprime n'est pas, à elle seule, suffisante : le *trustee* doit soupeser la valeur de l'OPA par rapport à la valeur intrinsèque de la société cible, en tenant compte de la probabilité de réalisation de cette valeur²¹¹.

En résumé, dans le contexte des prises de contrôle, la jurisprudence se prononce clairement en faveur de l'option consistant à attribuer au *trustee* la responsabilité de superviser la manière dont les droits de vote des travailleurs ont été exercés. Ce dernier est supposé disposer de la capacité d'effectuer une pesée des divers enjeux en présence afin de choisir quel est le vote qui maximise l'intérêt des bénéficiaires. Le juge intervient uniquement pour contrôler, en dernier ressort, si le gestionnaire n'a pas adopté un comportement manifestement imprudent ou grossièrement négligent. Le contrôle juridictionnel ne porte toutefois pas sur le caractère opportun de la décision du *trustee* (c'est-à-dire que les juges n'entendent pas exercer un contrôle sur la substance de la décision) mais, à l'instar de ce qui se fait quant il s'agit d'examiner les décisions managériales à l'aune de la '*business judgment rule*', ce contrôle est de type

²¹⁰ Nous renvoyons à nos développements précédents.

²¹¹ *Statement of Pension Investments*, 16 Pens. & Ben. Rep. (BNA) 215 (Dep'ts Labor & Treas. Jan. 31, 1989).

‘procédural’ ; il porte avant tout sur la forme de la décision et plus particulièrement sur la question de savoir si celle-ci a été précédée d’une expertise indépendante

IV. Les *Esops* et l’affaire Enron.

En décembre 2001, la société Enron dépose son bilan et licencie un quart de ses effectifs. Il s’agit de l’une des plus importante faillite de l’histoire des Etats-Unis. En l’espace d’une année, la valeur de l’action a été réduite à néant et l’épargne retraite des travailleurs, fortement investie en ‘actions-maison’, s’est évaporée. La faillite de la société Enron constitue, sans aucun doute, un des exemples les plus symptomatiques de la fragilité du dispositif institutionnel d’actionnariat salarié privilégié par le droit américain, principalement parce que celui-ci rend possible l’instrumentalisation des plans par les dirigeants. Certes, le dispositif d’actionnariat salarié d’Enron était un plan de pension 401 (k) et non un *Esop*, mais ces deux types de plans partagent plusieurs similitudes, tant du point de vue de leur structuration que du point de vue de leur utilisation.

Dans cette quatrième et dernière section, nous évoquons l’affaire Enron parce que celle-ci met en lumière les dysfonctionnements du dispositif d’actionnariat salarié là où celui-ci est utilisé dans le cadre de stratégies managériale ou financière. Après avoir brièvement exposé l’histoire de la faillite d’Enron, nous nous intéressons au dispositif d’actionnariat salarié pratiqué par la société au moment du scandale ainsi qu’aux problèmes que celui-ci a engendré. Nous exposons ensuite les différentes réformes qui ont été proposées pour sécuriser les dispositifs d’actionnariat salarié. Précisons que cette section n’a pas pour objet de fournir une analyse approfondie des diverses défaillances qui sont à l’origine de cette faillite. Elle ne vise pas non plus à en étudier l’ensemble des répercussions du point de vue du système de *corporate governance*. L’examen de ces questions complexes, qui fait l’objet d’une abondante littérature²¹²,

²¹² W. W. Bratton, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value », 76 *Tulane Law Review*, 1275-1361 (2002); J. GORDON, « What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation : Some Initial Reflections », 69 *University of Chicago Law Review*, 1233-1250 (2002); J. COFFEE, “Understanding Enron: it’s about the Gatekeepers, Stupid.” *Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper n°207* (2002); J. COFFEE, “ What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990’s”, *Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper n°214* (2003); S. DEAKIN & S. KONZELMANN, “After Enron: an Age of Enlightenment?”, 13 *Organization*, 583-587 (2003)

dépasserait largement le cadre de cette étude. La question qui nous intéresse concerne plus spécifiquement les conséquences de la faillite d'Enron sur le régime juridique de l'actionnariat salarié. Et, de ce point de vue, la littérature est beaucoup plus limitée.

4-1. La faillite d'Enron.²¹³

En 2000, Enron était une des dix premières sociétés américaines en terme de chiffre d'affaires (environ 100 milliards \$). Cotée sur cinq des plus grandes places financières internationales, forte de 21.000 salariés dans le monde, les théoriciens du management et des organisations la considéraient parfois comme l'exemple paradigmatique de l'entreprise du XXI^e siècle. En 2000, le magazine Fortune classe le groupe Enron au 7^e rang des 500 premières entreprises américaines, devant IBM et AT&T.

Enron est née en 1985 de la fusion opérée entre deux entreprises de distribution de gaz naturel (Houston Natural Gas et InterNorth). Progressivement, sous l'impulsion de l'équipe dirigeante (K. Lay, A. Fastow et J. Skilling), le nouveau groupe va centrer ses activités sur le courtage : l'entreprise achète et vend de l'énergie à des prix garantis au travers de produits dérivés ; il développe, pour ce faire, des techniques complexes de couverture des risques pour prémunir ses clients (universités, hôpitaux, entreprises, etc.) de la variabilité des prix de l'énergie. Ayant conquis 25 % du marché américain de l'énergie, l'entreprise va étendre ses techniques de *trading* au commerce d'autres marchandises sur des marchés en voie de déréglementation (télécom, eau, pâte à papier, bois, etc.). En 1999, elle développe à cet effet une plate-forme de marché internet employant des courtiers chargés de mettre en contact, via le web, acheteurs et vendeurs. Ces activités ne sont pas soumises à la réglementation fédérale, Enron ayant obtenu, dès 1992 et après d'intenses activités de lobbying auprès du pouvoir politique, une exemption du contrôle de la *Commodity Futures Trading Commission*, organe chargé de surveiller ce type de transactions. Le groupe continue par ailleurs à investir dans les marchés de l'énergie nouvellement déréglementés (Brésil, Inde, Royaume-Uni, etc.). Ainsi, bien qu'elle soit propriétaire d'actifs liés à la production et à la

²¹³ Ce bref exposé des événements qui sont à l'origine de la faillite de Enron et du scandale qui s'en est suivi est fortement inspiré de C. SAUVIAT, « Enron : une énorme 'défaillance de marché' », *Chronique Internationale de l'IREs*, n° 74, 3-12 (Janvier 2002)

distribution de l'énergie, Enron est devenue un véritable conglomérat financier, transformant le gaz et l'électricité en titres négociables.

Cette *success story* vint brutalement à son terme en 2001. En janvier, la société est montrée du doigt pour avoir réalisé d'énormes profits sur le dos des usagers californiens en provoquant une hausse soudaine des prix de l'électricité ayant eu pour conséquence des coupures répétées de courant au détriment de divers ménages et entreprises de cet Etat²¹⁴. En août, suite à une très forte chute du cours de bourse, le directeur général, J. Skilling démissionne après avoir touché l'équivalent de 62 millions \$ en options, actions et autres bonus. En octobre, la société révèle une perte nette de 638 millions pour le troisième trimestre et une diminution de ses fonds propres de 1,2 milliards, liées pour partie à l'activité de filiales non consolidées, mises en place par A. Fastow (membre de la direction avec K. Lay et J. Skilling). Ce dernier est congédié également, après avoir perçu, en plus de son salaire et autres avantages, plus de 30 millions de revenus de ses investissements dans les filiales non consolidées. En novembre, alors qu'un petit concurrent, 'Dynergy', manifeste son intention de racheter la société, les dirigeants annoncent, lors d'une réunion avec des analystes financiers, que les bénéfices ont été surévalués de 586 millions sur les quatre dernières années ! Trois des plus grandes agences de notation décident alors de dégrader la dette d'Enron au rang de *junk bond* (c'est-à-dire d'obligations privées à très haut risque et donc à taux d'intérêt très élevé), ce qui a pour effet de rendre exigible le remboursement d'une dette hors bilan de 3,4 milliards. Ces éléments entraînent une crise de confiance dans la société, crise d'autant plus forte que l'activité de *trading* requiert de la part des acheteurs et des vendeurs une foi dans la capacité de Enron à honorer ses engagements. A partir de là, tout s'emballe : les banquiers de Dynergy et les investisseurs institutionnels découvrent qu'Enron a financé son expansion en transférant une partie de son endettement hors bilan à des filiales spécifiquement créées à cet effet dans lesquelles plusieurs dirigeants sont impliqués financièrement. Dynergy dénonce l'accord de fusion. Début décembre, Enron, entame une procédure pour se placer sous la protection du chapitre 11 de la loi sur la faillite. Dans la foulée, la société procède au licenciement sec de 4500 salariés, soit 60% des effectifs du siège de Houston. L'effondrement du titre rejaillit lourdement sur l'épargne-retraite des travailleurs, fortement orientée vers l'actionnariat interne. Aujourd'hui, le groupe fait l'objet de

²¹⁴ L'activité spécifique d'Enron – le courtage – permet à la société de se comporter, sur les marchés de l'énergie, de la même manière que les banquiers interviennent sur les marchés de l'argent.

diverses enquêtes de la S.E.C., des Ministères du travail, de la justice et des finances ainsi que de plusieurs commissions parlementaires.

4-2. L'actionnariat salarié chez Enron.

Comme nous l'avons mentionné dans notre section consacrée à l'épargne-pension, le mécanisme d'actionnariat salarié qui s'est trouvé au cœur de la tourmente Enron n'est pas un *Esop* mais un plan de pension 401 (k)²¹⁵, c'est-à-dire un plan de retraite à cotisation définies (*'defined contribution'*)²¹⁶. Dans la mesure où les actifs qui les composent sont le plus souvent orientés vers l'actionnariat de la société à laquelle les participants sont liés par un contrat de travail, les plans 401 (k) possèdent un certain nombre de traits communs avec les *Esops*. Ils s'apparentent d'ailleurs davantage à des dispositifs de participation financière²¹⁷ qu'à des véritables régimes de retraite, principalement parce qu'ils n'appliquent pas les exigences de diversification qui sont de mises en matière de plans de pension [ERISA §§ 404(a) (2) et 407(d) (3)].

Partiellement défiscalisé, les 401(k) sont des plans dans lesquels les salariés versent, individuellement, des contributions périodiques, sans garantie de prestations ou de capital final. A la clôture du plan, ils reçoivent les sommes qu'ils ont versées individuellement et qui ont été capitalisées. L'employeur a la faculté d' 'abonder'²¹⁸ les cotisations des salariés. Les sommes sont ensuite placées par le salarié, parmi les différentes options possibles de fonds qui lui sont proposées par l'employeur. Dans la mesure où, contrairement aux plans à prestations définies, il n'existe aucune limite réglementaire aux placements en titres de l'entreprise, les employeurs abondent souvent en titres de leur propre société, car ils y trouvent divers avantages économiques et fiscaux²¹⁹. Les plans 401 (k) présentent certains avantages en terme de portabilité

²¹⁵ La dénomination 401(k) est tirée de la section de la loi fiscale qui s'y réfère.

²¹⁶ La distinction entre plans à cotisations définies et plans à bénéfices définis a été expliquée précédemment, dans notre section consacrée à l'utilisation des *Esops* comme plans d'épargne-pension.

²¹⁷ Pour rappel, la participation financière recouvre l'ensemble des techniques d'implication patrimoniale des travailleurs, c'est-à-dire les dispositifs de participation des travailleurs aux bénéfices ou au capital de leur entreprise.

²¹⁸ Le terme 'abonder' signifie effectuer des versements complémentaires. L' 'abondement' vise les versements complémentaires de l'entreprise au plan d'épargne ou autre *'benefit plan'*.

²¹⁹ Plusieurs grandes entreprises américaines ont recours à des plans 401(k) dans lesquelles les contributions patronales sont versées en actions maison que les travailleurs ne peuvent revendre avant d'avoir atteint l'âge de 50 ans : Coca-Cola, Lucent Technologies, Procter & Gamble, Polaroid, Gillette, Cisco Systems et Walt Disney.

avec une possibilité de sortie en capital²²⁰ : les travailleurs peuvent demander le transfert de leurs droits s'ils quittent leur société et peuvent, sous certaines conditions, liquéfier tout ou partie de leur investissement (décès, maladie, études des enfants, achat d'une maison, etc.). A l'instar des autres plans à cotisations définies, les plans 401(k) ont connu un succès accru à la faveur des performances exceptionnelles du marché boursier durant les années 90. En 2002, environ 2000 entreprises américaines couvrant environ 6 millions de travailleurs offraient, comme option de placement dans leur 401(k), leurs propres titres dans des fonds dédiés (c'est-à-dire tournés vers l'actionnariat interne). Dans la moitié de ces entreprises, l'abondement était versé en titres-maison. Chez Enron, le dispositif 401(k) était complémentaire d'un plan à prestations définies transformé par la société en plan *floor-offset*²²¹ et ensuite en plan *cash balance*²²² en 1995.

Cette brève présentation du dispositif d'actionnariat salarié de la société Enron nous conduit à présent à mettre en lumière les problèmes que celui-ci a suscité. En l'espèce, deux types de dysfonctionnements ont combiné leurs effets. Le premier a trait à l'absence de diversification des placements. Le second concerne le traitement privilégié octroyé aux dirigeants, au détriment des autres travailleurs.

S'agissant, d'abord, du problème de diversification, il est intimement lié à la politique d'abondement de la société. Le plan autorisait les travailleurs à effectuer des versements pour un montant pouvant aller jusqu'à 6% de leur salaire de base²²³. Ces versements pouvaient être investis dans plusieurs types de placements, en ce compris un fond composé majoritairement de titres Enron. La société avait pour politique d'abonder pour moitié ces versements individuels (c'est à dire à hauteur de 3% des salaires). Cet abondement se faisait au moyen de titres de l'entreprise, dans un fonds dédié dénommé *Enron Corporate Stock Fund*. En 2000, cet abondement représentait

²²⁰ Dans les plans à prestations définies, en revanche, toute sortie anticipée se fait en rente et elle est pénalisante pour le travailleur qui en fait la demande.

²²¹ Voir supra, chapitre consacré à l'utilisation des *Esops* à titre d'épargne-pension.

²²² Dans un plan '*cash balance*', l'employeur s'engage à payer une prestation d'un montant déterminé en fonction du salaire moyen de toute la carrière (et non en fonction du salaire de fin de carrière). Les salariés reçoivent un décompte annuel de la somme inscrite à leur compte, ce qui représente le montant auquel ils ont droit en cas de départ immédiat (sous la forme de capital ou de pension, au choix). L'expression '*cash balance*' signifie 'solde'. Le mode de calcul de ce type de plan favorise les salariés dont les carrières sont relativement mobiles : le rythme d'accumulation des droits est régulier, contrairement au cas où la pension est calculée sur la base du salaire de fin de carrière. Voir à ce sujet, L. apROBERTS & C. SAUVIAT, « Les plans *cash balance*, nouvel avatar des régimes complémentaires de retraite », *Chronique Internationale de l'IRES*, n°61, s. 5-12 (Nov. 1999).

²²³ Pour un descriptif du plan 401(k) d'Enron, voir « The Enron Pension Investment Catastrophe: Why It Happened and How Congress Should Fix It », *Statement of Professor John H. Langbein*

11% du total des avoirs du plan 401(k). Les travailleurs étaient tenus de garder les parts financées par l'abondement jusqu'à l'âge de 50 ans. Du fait non seulement de la politique d'abondement mais aussi de la volonté managériale d'intériorisation d'une forte culture d'entreprise, les salariés ont eu tendance à privilégier le fonds dédié au détriment des autres options disponibles. Au début de l'année 2001, le plan 401(k) était ainsi composé pour 61% de titres de la société. Lorsque, à l'automne 2001, les difficultés de l'entreprise furent progressivement mises au jour, la valeur des titres Enron, en ce compris ceux détenus dans le plan de pension, chuta précipitamment. Alors qu'à leur apogée, les parts possédaient une valeur avoisinant les 80\$, elles tombèrent à une valeur avoisinant le zéro. En conséquence, de nombreux travailleurs perdirent des portions très importantes de leur épargne-retraite, que ce soit au travers des actions acquises grâce à l'abondement de l'entreprise ou des actions librement acquises au moyen de versements individuels. A titre indicatif, notons que le plan de retraite d'Enron n'est pas le seul à avoir été stigmatisé pour sa politique de non-diversification²²⁴. Les travailleurs des sociétés Global Crossing, Polaroid, Lucent et Ikon Office Solutions ont également intenté des actions en justice pour contester la politique d'investissement du plan 401(k) instauré par leur employeur. Chez Global Crossing, les travailleurs ont fait valoir l'argument selon lequel la société avait continué à plaider pour une orientation des investissements en 'actions-maison', alors que les dirigeants avaient connaissance d'une détérioration de la situation financière de la société. L'exemple de Lucent est également révélateur : les travailleurs avaient investi 30% de leur épargne en actions-maison, dans le cadre du plan 401(k) de la société. A l'instar d'Enron, Lucent pratiqua une politique d'abondement en actions de la société, avec période de blocage jusqu'à 55 ans. De 2000 à 2002, la valeur de l'action chuta de 90% et les travailleurs engagèrent des actions en responsabilité à l'encontre des dirigeants qui avaient continué à plaider pour l'investissement en actions Lucent en dépit de la forte décroissance du titre.

Le cas Enron a également mis en lumière le fossé existant entre le traitement privilégié accordé à plusieurs cadres dirigeants, au détriment des autres travailleurs : les premiers ont été en mesure de vendre pour plus de 1 milliard de dollars d'actions, acquises grâce à des plans de participation financière instaurés par la société (et notamment un plan de stock options) au moment où le cours de bourse de la société était le plus élevé, tandis

U.S. Senate, Committee on Governmental Affairs, Enron Hearings, 24 January 2000 (<http://www.??>)

²²⁴Selon une étude du '*Profit Sharing/401(k) Council of America*', les titres-maison comptent pour 39,2% de l'ensemble des actifs des plans 401(k) aux Etats-Unis en 2000.

que les salariés ordinaires en avaient été empêchés de mi-octobre à mi-novembre alors que le titre avait commencé à baisser. Ce mode fortement discriminatoire de fonctionnement des plans d'actionnariat salarié au sein de l'entreprise a considérablement accentué la crise de confiance, au sein de la communauté des acteurs concernés, envers les divers dispositifs de rémunération et de retraite tournés vers l'actionnariat interne.

4-3. Les propositions de loi consécutives à l'affaire Enron.

Au-delà de ce que révéleront les enquêtes en cours, une réflexion, tant académique que politique a d'ores et déjà été menée sur les améliorations qu'il conviendrait d'apporter aux dispositifs actuels de gouvernance afin d'empêcher que ne se reproduisent des dysfonctionnements similaires. Si les énergies se sont surtout polarisées autour d'une réforme de la profession d'auditeur, divers projets et propositions ont été élaborés en matière de plans de pension, avec pour visée commune une sécurisation accrue des dispositifs tournés vers l'actionnariat salarié. De la même manière que, dans les années 70, la faillite de la société automobile Studebaker avait conduit les autorités américaines à réglementer les régimes de retraite basé sur les plans de pension avec l'adoption de la loi ERISA, la faillite du groupe Enron pourrait bien donner lieu à une nouvelle réglementation des plans de pension. Les propositions de réforme ne s'adressent pas, au premier chef, au dispositif *Esop* ; elles visent avant tout les plans d'épargne-pension, au premier rang desquels les plans 401(k). Cela dit, tant dans leur philosophie que dans leur champ d'application, elles sont susceptibles de rejallir sur le fonctionnement de l'ensemble des plans d'actionnariat salarié.

Il n'y a pas lieu ici de répertorier l'ensemble des propositions parlementaires qui sont intervenues en cette matière mais uniquement les plus importantes ou, à tout le moins, celles qui ont fait l'objet du plus grand degré d'attention au sein de la 107^e législature (107th Congress). Notons que le Congrès américain a officiellement ajourné l'examen et le vote de ces propositions de réforme, pour les renvoyer au 108^e Congrès²²⁵ dont les travaux ont débuté en 2003. Trois propositions peuvent être mises en avant: (1) le

²²⁵ Les élections de novembre 2002 confirmèrent la majorité républicaine à la Chambre et au Sénat.

Pension Security Act H.R. 3762 (*House of Representatives*) ; (2) le *National Employee Savings and Trust Equity Guarantee Act* S. 1971 (*Senate Finance Committee*) et (3) le *Protecting American's Pensions Act* ou *Kennedy Bill* S. 1992 (*Senate Health, Education, Labor and Pension Committee*). Le trait commun à ces propositions est l'objectif de sécurisation de l'épargne salariale au moyen d'un renforcement des exigences de diversification et d'information des participants.

4-3-1. Le *Pension Security Act* (H.R. 3762)

Le *Pension Security Act* a pour but d'offrir aux travailleurs des possibilités supplémentaires de diversification de leur épargne-pension. Il instaure également un régime de responsabilité plus sévère pour les dirigeants, durant les périodes de 'blackout' c'est-à-dire les périodes durant lesquelles les travailleurs sont dans l'incapacité de modifier leurs choix d'investissement.

Selon le texte de la proposition, l'employeur est tenu d'offrir aux travailleurs un choix entre minimum quatre options d'investissement dont trois ne peuvent être orientées vers l'actionnariat salarié interne. L'employeur ne peut imposer aux travailleurs d'investir leurs contributions individuelles en actions de l'entreprise. Le texte introduit une 'rolling diversification option' c'est-à-dire la faculté, pour l'employeur, d'introduire une clause autorisant les travailleurs à revendre les actions de la société trois ans après les avoir reçues dans le cadre d'un plan 401(k). La diversification pourra alors se faire progressivement au lieu d'être opérée - comme c'est le cas dans la pratique actuelle - en une fois au moment où le travailleur a atteint une certaine ancienneté au sein de la société. Dans la législation actuelle, en effet, l'employeur n'est tenu de proposer une diversification qu'aux travailleurs ayant atteint l'âge de 55 ans et/ou 10 années d'ancienneté ; avant cela, il peut restreindre les possibilités de diversification au moyen d'un blocage momentané de la vente des parts de l'entreprise.

S'agissant de l'aspect 'discrimination', la proposition interdit aux dirigeants de revendre leurs parts de la société durant les périodes de *blackout*. Elle impose

également à la société de faire connaître aux travailleurs, 30 jours à l'avance, la survenance d'un *blackout*. Différentes mesures sont proposées pour améliorer l'information et la transparence.

Le champ d'application du *Pension Security Act* ne recouvre pas, à proprement parler les *Esops* ; il vise les plans à contributions définies, plus particulièrement les 401(k), à l'exclusion spécifique des *Esops*, pour autant que ceux-ci ne soient pas reliés, dans l'entreprise, à un plan de pension. Les plans de pension hybrides qui comportent une composante *Esop*, le plus souvent celle-ci concerne la contribution patronale, tombent donc sous le coup de cette réforme.

4-3-2. Le *National Employee Savings and Trust Equity Guarantee Act* (S. 1971)

La proposition S. 1971 issue du Sénat est, à quelques détails techniques près, quasiment similaire à celle de la Chambre, que ce soit au niveau de son champ d'application ou au niveau du renforcement des options de diversification.

4-3-3. Le *Kennedy Bill* (S. 1992)

La proposition déposée au Sénat américain et intitulée *Kennedy Bill*, du nom du Sénateur qui est à l'origine de cette réforme, est beaucoup plus 'révolutionnaire' que les précédentes dans les aménagements qu'elle suggère d'apporter aux dispositifs d'actionnariat salarié. Elle peut être subdivisée en trois volets distincts consacrés, respectivement, à la diversification, à la gouvernance des plans et à l'information des travailleurs.

- Les exigences de diversification s'appliquent aux plans 401(k) ainsi qu'aux plans 401(k) combinés avec un *Esop* dans les sociétés cotées. Elles ne visent ni les *Esops* autonomes ni les plans instaurés dans les sociétés *closely-held* (c'est-à-dire les sociétés dans lesquelles les droits de contrôle résiduels et les droits aux bénéfices résiduels sont réunis dans les mains des mêmes personnes, par

opposition aux sociétés anonymes dans lesquelles la propriété est séparée du contrôle²²⁶). Le versement d'un abondement en actions de la société n'est pas interdit dans le chef de l'employeur mais, dans le but de permettre une certaine diversification, ce dernier est tenu de faire un choix entre l'une des deux options suivantes : réaliser un abondement en actions de la société ou offrir aux travailleurs la possibilité d'investir leurs contributions personnelles en actions de la société. Ainsi, si l'employeur limite le choix des travailleurs en effectuant des contributions exclusivement en actions de la société, le législateur intervient pour empêcher toute pression supplémentaire visant à augmenter l'actionnariat interne en interdisant aux travailleurs d'investir leurs propres contributions dans l'actionnariat interne. Par contre, si l'employeur offre aux travailleurs le choix de recevoir leur abondement en liquide, les travailleurs sont autorisés à investir leurs contributions personnelles en titres de la société. En outre, à l'instar des propositions précédentes, le Kennedy Bill offre aux travailleurs la possibilité de diversifier les contributions de l'employeur après l'écoulement d'un délai de trois ans. Un régime de responsabilité (une renforcement des devoirs fiduciaires) est également proposé en vue d'éviter les distorsions qui s'apparentent à des délits d'initiés (sont visées par là les situations dans lesquelles le management abuse intentionnellement des informations privilégiées qu'il détient au sujet de la santé financière de l'entreprise ou de la valeur des titres).

- La partie la plus 'révolutionnaire' du Kennedy Bill réside sans aucun doute dans les modifications que celui-ci se propose d'apporter au mode traditionnel de gouvernance des plans d'épargne-pension : il impose à tous les plans de type cotisations définies de plus de 100 travailleurs, en ce compris les *Esops*, la mise en place d'un comité de gestion (qui exerce la fonction de *trustee*) composé paritairement, la moitié des membres devant être représentatifs des porteurs de parts. La désignation de ces représentants se ferait par élection et le *Secretary of Labor* devra désigner un *trustee* indépendant pour trancher les procédures dans lesquelles aucune majorité ne se dégage. En cela, le mode de gouvernance

²²⁶ L'existence d'une séparation de la propriété et du contrôle dans les grandes sociétés de capitaux a été mise en évidence par Berle et Means [A.A. BERLE & G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World (1932)]

préconisé par les auteurs de la proposition ressemble à celui en vigueur dans les fonds de pension du secteur public ou les fonds multi-employeurs, régis par la loi Taft-Hartley. L'exposé des motifs ('*Report*') de la proposition souligne ainsi : « *the Enron debacle makes clear the fact that a pension board formed exclusively of management executives does not provide adequate safeguards to protect the interests of workers. These executives, who had no special training or experience as pension fiduciaries, took no action to ensure the continued prudence of the investment options offered to workers. This is especially startling given the fact that at least some of the management trustees failed to take the necessary actions to protect the workers' retirement savings* »²²⁷ Selon les auteurs, l'instauration d'un mécanisme paritaire générerait des gains accrus en termes de transparence et de responsabilité puisque la présence de représentants directement élus par eux, assurerait aux travailleurs un contrôle plus direct de la gestion de fonds investis en leur nom. Ce volet du *Kennedy Bill* est incontestablement le plus controversé ; il a suscité diverses critiques quant à son caractère prétendument coûteux (l'organisation et la supervision des procédures d'élection engendre des dépenses et des coûts supplémentaires pour les entreprises et pour le ministère du travail), perturbateur des relations sociales (dans les entreprises syndiquées, les représentants syndicaux seront concurrencés par les représentants des travailleurs actionnaires) et attentatoire au développement des plans de pension (une fois obligées de recourir à une représentation paritaire, les entreprises seront moins enclines à mettre en place un plan de pension). Notons que ce mécanisme fait peser une responsabilité très importante sur les épaules des représentants des travailleurs car, une fois membre d'un tel comité de gestion, ceux-ci endossent l'ensemble des responsabilités fiduciaires prescrites par ERISA.

- Le Kennedy Bill prévoit enfin diverses améliorations des modalités d'information des travailleurs-actionnaires.

²²⁷ Protecting America's Pensions Act of 2002, *Senate Report 107-226*, 107th Congress, 2d Session, July 26, 2002.

4-4. Considérations finales

En conclusion, suite au traumatisme qu'elle a suscité aux Etats-Unis (et dans l'ensemble de la communauté internationale), l'affaire Enron constitue probablement un des exemples les plus paradigmatiques des insuffisances du modèle anglo-américain de gouvernance, pris en défaut à plusieurs étages du système.

Du point de vue plus spécifique de l'actionnariat salarié, Enron a révélé les limites et les dangers liés à ce type de dispositif et à l'usage qui peut en être fait par les dirigeants. D'un point de vue plus général, cette instrumentalisation des plans par les dirigeants est intimement liée, si on en croit le diagnostic effectué par certains auteurs, à la politique de maximisation exacerbée de la valeur actionnariale qui a été privilégiée par le management d'Enron dans les années 90. Dans l'affaire Enron, on perçoit que la prégnance du modèle de la valeur actionnariale a exercé une influence sur la stratégie de la société : elle a incité les dirigeants à hyper-développer des activités génératrices de valeur financière. L'important n'était plus tant la réalité de la production, de l'innovation ou la valeur du travail mais le jugement de la communauté financière. En pratique, cela s'est traduit par des processus de décisions internes de plus en plus limités à un cercle de dirigeants acquis au mode patrimonial de gestion de la société, au détriment d'une réflexion orientée vers des stratégies plus industrielles. Cela s'est également traduit par le recours accru à des dispositifs de rémunération et de pension visant à inciter les travailleurs et les dirigeants à intérioriser les objectifs des actionnaires. Ce constat a d'ailleurs été fait par plusieurs auteurs qui ont stigmatisé les dangers inhérents à la quête exacerbée de valeur actionnariale dont Enron s'était fait le représentant. Dans un article récent consacré au 'côté noir de la valeur actionnariale' (*'The dark side of shareholder value'*), W. Bratton a ainsi souligné: « *as the norm becomes more capacious, it takes on a dark side, a negative aspect quite apart from the pain it inflicts on millions of employees for whom the cost cutting entailed in restructuring means termination. For equity investors in recent years, the practice of shareholder value maximization has not meant patient investment. Instead, it becomes obsessed with short term performance numbers. For managers, the shareholder value norms accordingly has come to mean more that astute investment and disinvestment. It*

also means aggressive management of reported figures responsive to the investment community's demand for immediate value. »²²⁸ Simon Deakin et Sue Konzelmann vont dans le même sens quand ils soutiennent que « *Enron's business model exemplifies the pathology of the 'shareholder value' system, which became dominant in Britain and America in the 1980s and 1990s. The company's focus on short-term stock price appreciation, in part the result of the share options granted to senior management, was the cause of its downfall.* »²²⁹

V. Conclusion

« The underlying contradiction of the leveraged Esop is that it must exist for the exclusive benefit of the employees. Yet its very structure emphasizing its value as a corporate finance tool, contradicts the exclusive benefit rule. Ironically, management gains far too much from a tax subsidy theoretically constructed for the exclusive benefit of the employees. The leveraged Esop is a phenomenal corporate finance tool that entrenches management instead on encouraging economic democracy through employee participation. »

Hunter C. Blum²³⁰

L'enjeu de ce chapitre était de mettre en lumière, au travers d'une étude approfondie du dispositif *Esop*, la spécificité de la configuration institutionnelle de l'actionnariat salarié en droit américain. Cette analyse nous a permis d'identifier un certain nombre de caractéristiques qui traduisent le rattachement du dispositif *Esop* à un modèle de gouvernance fondé sur la prépondérance forte de la finance de marché. Les plans *Esops* sont, en effet, structurés et gérés selon une logique que l'on peut qualifier de 'patrimoniale'²³¹. Nous avons également pu mettre au jour un certain nombre de dysfonctionnements qui, pour la plupart, résultent de la possible instrumentalisation des

²²⁸ W. W. BRATTON, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value », The George Washington University Law School, *Public Law and Legal Theory Working Paper*, n°35, .8 (2002).

²²⁹ S. DEAKIN & S. KONZELMANN, *op.cit.*, 584 (2003); Sur l'hypertrophie de la valeur actionnariales, voir aussi M. AGLIETTA & R. COBBAUT, "The "Financialisation of the Economy, Macroeconomic Regulation and Corporate Governance", in R. COBBAUT & J. LENOBLE (eds), *Corporate Governance: An Institutional Approach*, Kluwer law International, The Hague, London, New York, 87-115 (2003).

²³⁰ H. C. BLUM, « Esop's fables : Leveraged Esops and their Effect on Managerial Slack, Employee Risk and Motivation in the Public Corporation », 31 *U. Rich. L. Rev.*, 1539 (1997).

²³¹ Pour rappel, l'expression est de M. AGLIETTA [« Le capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n°101 (novembre 1998)]

plans par les managers, au détriment des autres parties prenantes, au premier rang desquelles les travailleurs.

Dans cette dernière section, nous voudrions revenir brièvement sur ces deux aspects. Nous tenterons ensuite d'en dégager les enseignements.

S'agissant, tout d'abord, de l'orientation 'patrimoniale' du dispositif *Esop*, elle se manifeste à un triple niveau.

- Les *Esops* sont régis par la législation sur les plans de pensions et donc ils sont fortement influencés par la logique de régulation qui prévaut en cette matière et qui est fondée, en grande partie, sur les principes généraux du *trust* et les critères prudents issus de la théorie financière (principalement en ce qui concerne les exigences de sécurité et de prudence dans la composition et la gestion des actifs financiers). De ce point de vue, la législation ERISA a joué un rôle fondamental. Paradoxalement, alors que leur participation à un plan d'actionnariat salarié confère aux travailleurs un statut d'actionnaire, leur qualité simultanée de 'bénéficiaire d'un plan de pension' (*pension beneficiaries*) fait en sorte qu'ils ne peuvent pas exercer l'ensemble des droits classiquement attachés à ce statut. L'exercice de la plupart de ces droits (gestion, droits de vote, etc.) incombe légalement à un acteur extérieur, le *trustee*, qui est une émanation de la direction de l'entreprise. Pour qualifier ce type particulier de mode de gouvernance, Henry Hansmann recourt à l'expression '*firms beneficially owned by their workers*'. Il s'agit des firmes dans lesquelles les travailleurs perçoivent tout ou partie des bénéfices résiduels mais sans avoir le droit de participer au contrôle. "*In many firms with Esops the workers, through the Esop, have a claim on most or sometimes all, of the firm's net earnings while control over the firm remains in other hands. These firms are often described as 'worker-owned' but this is a bit of a misnomer. In such firms, control is in the hands of investors of equity capital who also receive a share of the firm's residual earnings; firms of this type are essentially investor-owned firms with incentive compensation schemes.*"²³² Dans la gestion qu'il

²³² Henry HANSMANN, "When Does Worker Ownership Work? Esops, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy", 99 *Yale Law Journal*, 1757 (1990).

opère, le *trustee* (ou tout autre '*fiduciary*') est tenu de prendre en compte les intérêts des participants de manière abstraite et en ayant pour seule visée la maximisation financière du patrimoine dont il a la charge. Les actions étant bloquées jusqu'au moment où les travailleurs quittent l'entreprise, ces derniers ne peuvent disposer librement de leurs parts. Certes, le blocage temporaire des parts est nécessaire à la stabilisation de l'actionnariat salarié²³³ mais, dans le dispositif américain, ce blocage subsiste (dans la majorité des plans en tout cas) jusqu'à l'âge de la retraite. Cet aspect renforce encore la nature patrimoniale du dispositif qui fonctionne selon une logique financière propre aux fonds de pension et aux autres OPCVM ('Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières'). La S.E.C. semble d'ailleurs avoir implicitement reconnu cela quand elle soutient que les travailleurs ne sont pas des investisseurs comme les autres et qu'à ce titre, les transferts d'actions entre une société et un plan d'actionnariat ne sont pas soumises aux mêmes règles de publicité que les cessions d'actifs traditionnelles : « *a sale or offer to sell stock has not occurred between the worker stock ownership trust and the company since the worker does not have discretion with respect to participation in the plan or the investment of the employee's fund* »²³⁴

- L'évaluation qui est faite de l'intérêt des travailleurs participants obéit à des critères de nature exclusivement financière. La 'règle du bénéfice exclusif' qui constitue un des fondements de la gouvernance des plans *Esops* demande du *trustee* qu'il analyse, pour chaque situation, si la décision projetée est bien conforme à l'intérêt financier des bénéficiaires. Au besoin, il pourra outrepasser les instructions des bénéficiaires s'il estime celles-ci préjudiciables à leur intérêt financier. L'intérêt étant compris dans sa dimension strictement économique, le *trustee* est tenu d'écarter la prise en compte de considérations ou de revendications autres que strictement financières, comme par exemple la préservation de l'emploi ou la survie de l'entreprise. Les travailleurs qui participent à un plan *Esop* constituent une entité collective homogène supposée posséder un intérêt évaluable en argent, univoque et objectivement définissable. En cela, les *Esops* participent de la tendance à organiser la gouvernance de

²³³ Selon certains, le blocage des parts est la contrepartie de l'octroi, par l'employeur, d'un avantage salarial supplémentaire.

²³⁴ Cité par J. BLASI, *op.cit.*, 135 (1988)

l'entreprise de façon à créer de la valeur pour les actionnaires: dans son mode de gestion, l'épargne salariale acquise dans le cadre des *Esops* est toute entière orientée vers la valorisation financière immédiate

- Le caractère patrimonial des *Esops* se marque aussi dans la méfiance du droit américain envers l'immixtion des syndicats dans la gouvernance des plans. D'une part, la mise en place d'un plan *Esop* relève de la compétence exclusive des dirigeants (à quelques exceptions près, il n'y a pas d'interventions des partenaires sociaux). D'autre part, les travailleurs qui agissent en tant qu'actionnaires ne sont plus considérés comme des travailleurs au sens du droit du travail puisqu'ils perdent le bénéfice des protections collectives offertes par le NLRA et principalement, le droit à être représentés collectivement par un syndicat. On l'a vu, le fondement de ce principe repose sur deux arguments: (1) l'exercice potentiel d'une parcelle de pouvoir par les travailleurs-actionnaires et (2) la supposée divergence d'intérêts entre travailleurs-actionnaires et travailleurs tout court. Il va de pair avec le principe selon lequel, conformément à la règle d'égalité de traitement entre actionnaires, le '*board*' ne peut accorder aucun traitement de faveur à un groupe particulier d'actionnaires. Cette conception est fondée sur l'instauration d'une séparation stricte entre la sphère de la '*corporate governance*' et celle de la '*labor governance*'²³⁵.

L'autre dimension de notre étude a consisté à mettre en lumière les dysfonctionnements générés par le dispositif *Esop*. Comme nous l'avons souligné, ceux-ci ont trait à l'usage qui a été fait des *Esops* dans le cadre de stratégies managériales potentiellement attentatoires aux intérêts des travailleurs-bénéficiaires (comme, la constitution de pensions complémentaires, la protection contre les OPA, le renforcement des fonds propres, la minimisation des coûts de restructuration en cas de détresse financière, la cession du contrôle ou la succession de l'entreprise, etc.). D'un point de vue juridique, c'est incontestablement au travers de la jurisprudence que les carences du dispositif *Esops* ont été le mieux mises en évidence. Certes, les juges ont essayé de compenser certains déficits en tentant d'aménager une meilleure articulation des différents intérêts en présence mais, on l'a vu, le contrôle juridictionnel se heurte à l'éternelle frontière

²³⁵ Nous reviendrons ultérieurement sur cette distinction, qui constitue un des corollaires du modèle 'actionnarial' de gouvernance sous-jacent à la théorie contractualiste.

entre le contrôle de légalité (où seule l'erreur manifeste d'appréciation du *trustee* se trouve condamnée) et le contrôle d'opportunité (qui confine à la vérification de l'opportunité de la décision). D'un point de vue plus empirique, l'exemple Enron, que nous avons abordé dans notre quatrième section, illustre de manière particulièrement symptomatique, les insuffisances du dispositif d'actionnariat salarié, pris en défaut à plusieurs niveaux.

En conclusion, sans qu'il faille nécessairement postuler un lien causal entre ces deux aspects, à savoir le modèle patrimonial de gouvernance et les dysfonctionnements, la question se pose de savoir si ces derniers ne font pas apparaître la nécessité d'une modification du premier. Indépendamment des critiques dont elle peut faire l'objet (comme on l'a vu dans le cas de UAL, l'instauration d'une procédure participative ne garantit pas, en elle-même, des résultats satisfaisants), la solution proposée par la récente 'proposition de loi Kennedy' constitue, en cela, une piste intéressante puisqu'elle suggère un dispositif de gouvernance de l'épargne salariale organisant une certaine coopération entre les acteurs intéressés. L'imposition d'une composition paritaire du '*board of trustees*' peut se comprendre comme une tentative d'instaurer un mécanisme de négociation permettant d'organiser une coopération au sein des plans, le manager n'étant plus mis en position de contrôler à lui seul le *trustee*. Face à la pluralité des intérêts qui composent l'actionnariat salarié, les problèmes liés à leur articulation pourraient être appréhendés de manière plus efficiente en organisant un dispositif partenarial mettant en présence discursive toutes les parties intéressées. Telle est l'idée qui, nous semble-t-il, se trouve en germe dans cette proposition.

De ce point de vue, notre chapitre suivant, consacré à l'actionnariat salarié en droit français, vient étayer cette intuition. Nous verrons que la législation française instaure des mécanismes de gouvernance de l'actionnariat salarié qui sont de nature plus 'coopérative'.

LES DISPOSITIFS CONSTITUTIFS DU REGIME JURIDIQUE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE EN FRANCE

Introduction

Avec le Royaume-Uni²³⁶, la France est le pays européen qui possède la panoplie la plus diversifiée et la plus sophistiquée de mécanismes d'implication patrimoniale des travailleurs.

Depuis plusieurs dizaines d'années, le législateur a encouragé (via l'octroi d'avantages fiscaux), en les encadrant, plusieurs dispositifs visant à faire participer les travailleurs aux bénéfices ou au capital de leur entreprise. L'avancée française a été reconnue à plusieurs reprises par les institutions européennes. Dans son Rapport PEPPER I (« *Promotion of Participation by Employed Persons in Profits and Enterprise Results* ») publié en 1991, la Commission souligne ainsi : « *compared to other European countries, France has had the longest tradition in institutionalised forms of PEPPER.* »²³⁷. Ce diagnostic est réitéré dans le Rapport PEPPER II qui confirme que la

²³⁶ Voir à ce sujet A. PENDLETON, « Gouvernement d'entreprise et actionnariat des salariés au Royaume-Uni », in *L'actionnariat des salariés en Europe – Semaine Sociale Lamy*, n°1028, 14 mai 2001.

²³⁷ Rapport PEPPER I de la Commission Européenne de 1991, *Europe Sociale, Supplement 3/91*, Luxembourg 1991. Voir aussi la Recommandation du Conseil qui a suivi le premier rapport PEPPER : Recommandation du Conseil du 27 juillet 1992 concernant la promotion de la participation des travailleurs aux profits et aux résultats de l'entreprise, 92/443/EEC. Dans cette recommandation, le Conseil formule une série de principes généraux prévoyant, entre autres choses, le volontariat des entreprises dans l'application des régimes de participation financière, une certaine régularité dans l'application de ces régimes, etc. Il invite également les Etats membres à :

- reconnaître les avantages potentiels de l'utilisation à plus grande échelle des formules de participation aux bénéfices et au capital ;
- tenir compte du rôle et de la responsabilité des partenaires sociaux, conformément aux législations et/ou pratiques nationales.

Pour ce faire, il prévoit que la Commission soumette un nouveau rapport sur l'application du premier rapport PEPPER.

France est le pays européen où la participation financière²³⁸ est la plus développée²³⁹. Selon une enquête PIPA ('Participation, Intéressement, Plan d'épargne d'entreprise et Actionnariat des salariés') de la DARES ('Direction de l'Animation de la Recherche, des Etudes et des Statistiques'²⁴⁰), en 2000, les entreprises françaises des secteurs marchands non agricoles ont distribué 7,6 milliards d'euros au titre de la participation ou de l'intéressement à près de 5,6 millions de salariés (c'est-à-dire 37,6 % des salariés)²⁴¹. Une étude réalisée en 2000 par 'l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe' montre, quant à elle, que près d'une entreprise française sur trois cotée sur un marché réglementé et une société sur deux de l'indice SBF250 possèdent un actionnariat des salariés. Là où celui-ci existe, les actionnaires-salariés détiennent en moyenne 3,7% du capital de leur entreprise, l'encours des actions détenues s'élevant à près de 40 milliards d'euros, soit 2,7% de la capitalisation boursière des 791 sociétés cotées observées²⁴².

Si nous avons choisi de nous intéresser au droit français ce n'est toutefois pas en raison de son degré accru de développement par rapport aux autres pays européens mais plutôt en raison de la spécificité institutionnelle des dispositifs qui le caractérisent. En effet, le droit français a ceci de particulier qu'il fait appel à des modes de gouvernance de l'actionnariat salarié organisant une certaine 'coopération' entre les différentes parties prenantes (intervention des partenaires sociaux dans l'établissement et la mise en œuvre des plans de participation financière, représentation des salariés dans les dispositifs de gestion de l'épargne salariale, etc.). En cela, il se démarque du modèle américain qui, on l'a vu, est fondé sur une logique financière (c'est-à-dire une logique indexée à celle qui

²³⁸ Pour rappel, la participation financière recouvre l'ensemble des techniques d'implication patrimoniale des travailleurs, c'est-à-dire les dispositifs de participation des travailleurs aux bénéfices ou au capital de leur entreprise.

²³⁹ Rapport PEPPER II de la Commission Européenne de 1996, *COM(96)697 final*. Suite à ce second rapport, le Parlement européen a adopté en janvier 1998 une Résolution invitant, sur la base des constats du rapport de la Commission, les Etats membres à mettre en œuvre les Recommandations proposées par le Conseil. En particulier, il recommande aux Etats membres d'élaborer des législations-cadres nationales prévoyant des incitations fiscales et d'étendre l'application des régimes de participation financière à toutes les catégories de travailleurs. Il invite, par ailleurs, les partenaires sociaux, au plan national et européen, à organiser des campagnes d'information et à promouvoir les formules de participation financière dans le cadre de leur négociations collectives. Signalons également la « Communication de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social et au Comité des Régions relative à un cadre pour la promotion de la participation financière des salariés du 5 juillet 2002 », *COM(2002)*, 364.

²⁴⁰ La DARES est un organisme public qui dépend du Ministère de l'emploi et de la solidarité.

²⁴¹ « L'épargne salariale en 2000 », *Premières Informations et Premières Synthèses*, DARES, avril 2002n n° 17.1.

²⁴² « Réalité de l'actionnariat salarié en 2000 dans les sociétés françaises cotées », *Observatoire de l'actionnariat des salariés en Europe* (2000).

prévaut dans le domaine de la finance de marché) et qui attribue à un organe unique, c'est-à-dire le *trustee*, le soin de déterminer, sous le contrôle du juge, quelle est la solution qui maximise l'intérêt collectif et abstrait des parties concernées.

Certes, parmi les différents droits européens, le droit belge connaît aussi une évolution intéressante dans le domaine de l'actionnariat salarié puisque, le 22 mai 2001²⁴³, le législateur a aménagé un nouveau cadre réglementaire qui laisse une place non négligeable à la concertation sociale, que ce soit au niveau de la mise en place des plans de participation ou au niveau de la gestion des parts détenues par les travailleurs²⁴⁴. La configuration institutionnelle qui a été ébauchée au travers de cette nouvelle réglementation traduit, elle aussi, un déplacement par rapport au modèle américain. Mais les dispositifs mis en place sont encore trop neufs et trop faiblement développés²⁴⁵ pour constituer un objet d'étude suffisamment riche.

Le deuxième chapitre de cette première partie s'organise de la manière suivante.

²⁴³ « L. du 22 mai 2001 relative aux régimes de participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés », *M.B.*, 9 juin 2001. Pour un commentaire de cette nouvelle législation, voir. A. AUTENNE, « Belgique : Le nouveau droit de la participation financière », *Chronique Internationale de l'IRES*, n°73, pp. 1-9 (novembre 2001); *La participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés*, Bruxelles, Bruylant, pp.1-346 (2001) ; P. MALHERBE & A. de SCHOUTHEETE, « La participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés », *J.T.*, n°6096, pp.345-357 (10 mai 2003).

²⁴⁴ Afin de faciliter la gestion des parts détenues par les travailleurs et de collectiviser l'exercice des droits de vote, le législateur offre aux partenaires sociaux la possibilité de créer une société distincte pour la détention et la gestion des actions à distribuer.

²⁴⁵ Jusqu'à la loi de 2001, la Belgique ne disposait pas d'un cadre juridique spécifique et cohérent en matière de participation financière. Une des raisons de ce vide juridique résidait dans l'absence de consensus politique des partenaires sociaux, les syndicats étant majoritairement opposés à l'octroi d'incitants au profit des formules de participation. A côté des arguments traditionnellement avancés pour dénoncer les effets pervers de la participation financière (flexibilisation de la masse salariale, promotion d'un système dual de rémunération, affaiblissement de la solidarité collective, décentralisation de la négociation collective, déperdition pour la sécurité sociale, etc.), la principale pierre d'achoppement était liée à la fameuse « norme salariale ». En 1996 la majorité sociale-chrétienne/socialiste (gouvernement Dehaene) décide d'intervenir plus substantiellement dans le processus de formation des revenus dans le but de sauvegarder préventivement la compétitivité de l'économie belge. Le gouvernement instaure alors un mécanisme de norme salariale maximale : les partenaires sociaux (et, à défaut, le gouvernement) sont chargés de fixer annuellement, à travers un accord interprofessionnel, la marge maximale disponible pour l'évolution du coût des salaires. Cette marge est fonction d'un ensemble de paramètres et principalement de l'évolution des salaires en France, en Allemagne et aux Pays-Bas, les trois principaux partenaires commerciaux de la Belgique. Elle est de 6,1 % pour 1997-1998, 5,9 % pour 1999-2000 et 6,4 % pour 2001-2002. Depuis lors, les partenaires sociaux ne peuvent plus conclure de conventions collectives comprenant des augmentations salariales supérieures aux plafonds fixés au niveau interprofessionnel. En pratique, l'existence d'une marge maximale contraignante pour le coût salarial réduit le pouvoir de négociation des syndicats au niveau du secteur. La seule manière de contourner cet obstacle passe alors par la négociation de formules de partage des profits au niveau de l'entreprise. Les syndicats se sont longtemps opposés à cette logique qui, selon eux a pour conséquence d'inciter les partenaires sociaux à accepter des formules de rétribution de nature extra-salariale qui échappent aux protections individuelles et collectives prévues par le droit social (droit du travail et droit de la sécurité sociale).

Dans une première section, nous retracerons brièvement, dans une perspective historique, l'évolution législative des trois dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié que sont l'intéressement, la 'participation légale' et le plan d'épargne d'entreprise²⁴⁶. Nous montrerons que ces dispositifs trouvent leur origine dans une série d'initiatives législatives s'inscrivant dans le cadre des politiques de rémunération 'fordistes' des 'trente glorieuses' et qu'ils ont été récemment réactivés et réaménagés pour répondre à la nécessaire transformation des modes de gouvernance des entreprises en contexte de 'patrimonialisation'. Nous verrons également que l'idée de gestion coopérative des sommes issues de l'actionnariat salarié a été développée au sein du mouvement syndical, à l'occasion des premières mesures visant à encourager la participation financière, c'est-à-dire à partir du milieu des années 60.

Dans une deuxième section, nous analyserons les différents mécanismes constitutifs du régime juridique de l'actionnariat salarié en droit français. Nous étudierons, successivement, le mécanisme de l'intéressement, celui de la participation légale et la technique du plan d'épargne d'entreprise (PEE). Notre objectif principal sera de faire apparaître le type de gouvernance sous-jacent à ces dispositifs. Précisons que, contrairement au droit américain, le rôle de la jurisprudence est resté relativement minime. Vu le caractère excessivement technique et détaillé des textes légaux et réglementaires, le champ a surtout été investi par des sociétés de conseil spécialisées qui renseignent les entreprises sur les aspects juridiques, comptables ou fiscaux de la participation financière. Par ce fait, le besoin de recourir au juge s'est fait beaucoup moins ressentir que dans d'autres branches du droit.

Dans une troisième section, nous évoquerons les différents objectifs qui sont poursuivis au travers de ces trois dispositifs. Outre l'ajustement des salaires et le renforcement des fonds propres, ceux-ci sont au nombre de trois : la création d'une épargne-pension complémentaire, la transmission d'entreprises (notamment les privatisations) et le soutien au secteur de l'économie solidaire.

Enfin, dans une quatrième et dernière section, nous nous reprendrons les points les plus saillants de notre parcours afin d'en dégager des enseignements plus généraux.

²⁴⁶ Seules les initiatives les plus significatives seront exposées.

I. L'évolution historique.

Dans cette section, nous décrivons les différentes phases de développement de la participation financière en France. Nous montrons également que l'idée de gestion coopérative de la participation financière (c'est-à-dire le contrôle de la gestion des sommes issues de la participation par les travailleurs et leurs représentants) a émergé dans les années 60, au sein du mouvement syndical, à l'occasion des premières mesures législatives visant à encourager la participation et l'intéressement.

1-1. La participation financière : une idée aussi ancienne que le mouvement ouvrier

En France, l'idéologie participationniste a pris racine à la fin du 19^e siècle, à l'initiative d'une certaine bourgeoisie chrétienne, hantée aussi bien par la peur de la révolution socialiste que par une certaine mauvaise conscience face à la misère ouvrière. Aux révolutionnaires et aux conservateurs, cette dernière va opposer la doctrine du 'réformisme' qui considère la 'participation' – c'est-à-dire la réconciliation du capital et du travail – comme un projet dont la réalisation progressive amènerait une amélioration du sort des ouvriers et, par là, une plus grande paix sociale. Les thèses participationnistes trouvent leur expression la plus achevée chez La Tour du pin, Albert de Mun et Léon Harmel²⁴⁷.

Le thème de la Participation a ensuite été repris par le 'socialisme associationniste'²⁴⁸. De Saint-Simon à Louis-Blanc, de Buchez à Proudhon²⁴⁹, on retrouve le même projet de construction d'une collaboration de classes dans laquelle le progrès social ne se fonde

²⁴⁷ Nos développements sur les origines du régime français de participation financière sont issus d'une recherche documentaire dans les Archives Confédérales de la CFDT. Voir aussi, A. COURET & G. HIRIGOYEN, *L'actionnariat des salariés*, Paris, PUF (1991).

²⁴⁸ Pour une description de la voie associative, voir : J. DONDI, « Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises », *Thèse de Doctorat en Droit*, Bordeaux (1992) ; A. MAGNIER, *La participation du personnel à la gestion des entreprises : Cent ans d'évolution en France et à l'étranger, vers l'émancipation du prolétariat au sein des entreprises*, Paris, Recueil Sirey (1946).

²⁴⁹ On peut également citer Pierre Leroux, Cabet, Enfantin, Cordon et Fourier.

pas sur l'exaltation des conflits mais bien sur la valorisation des capacités des travailleurs en vue d'une participation plus étroite à la vie des entreprises.

Certaines expériences associatives sont tentées dans la pratique, sous l'impulsion de doctrinaires de la participation et/ou de patrons libéraux. L'exemple le plus connu est sans aucun doute le 'familistère' fondé en 1856 par Jean-Baptiste Godin à Guise dans l'Aisne. En l'espèce, il s'agissait d'une société autogérée - une usine de poêles en fonte - dont les travailleurs étaient devenus actionnaires via un système complexe de rétrocession de bénéfices.

Lors de la révolution de 1848 et pendant la phase 'libérale' du second empire on assiste à l'éclosion de diverses associations ouvrières auxquelles une loi de 1867 fournit un cadre juridique. Le mouvement se poursuit durant la III^e République. Un décret de 1888 ouvre aux sociétés ouvrières les adjudications de l'Etat et des collectivités publiques. En 1893, une subvention budgétaire est prévue en leur faveur. La même année se constitue une 'Banque coopérative des sociétés ouvrières de production' (qui se transforma en 1970 en 'Banque française du crédit coopératif').

En 1910, Aristide Briand, alors Président du Conseil, déclare qu'il convient *« d'envisager une manière résolue la participation des travailleurs aux bénéfices des industries. »* Il dépose un projet de loi sur les 'sociétés à participation ouvrière' dans lesquelles des 'actions de travail' (existant à côté des actions de capital traditionnelles) sont attribuées aux salariés. Ce projet est repris par Henry Chéron en 1913, puis en 1915 pour ensuite être adopté en 1917 et intégré à la Loi de 1867 sur les sociétés.

1-2. Les origines des dispositifs actuels : les trente glorieuses et le fordisme.

Au milieu des années 50, la technique de la participation financière se détache de la tradition coopérative pour être activée dans le cadre des mesures 'fordistes' de la V^e République. La participation des salariés aux bénéfices ou au capital de leur entreprise y est conçue comme un élément de la politique de partage concerté et planifié des gains

de productivité permettant aux employés et aux employeurs de synchroniser leurs opérations de consommation et de production²⁵⁰.

L'impulsion du Général de Gaulle donne une consistance à cette stratégie²⁵¹. Dans l'esprit du Général, la participation financière constitue un des outils permettant de réaliser une 'troisième voie' entre le socialisme bureaucratique et le capitalisme débridé. Il s'agit de faire du salarié un 'associé', de façon à tourner la page de la lutte des classes.

« Cependant, depuis longtemps, je suis convaincu qu'il manque à la société mécanique moderne un ressort humain qui assure son équilibre. Le système social qui relègue le travailleur, fût-il convenablement rémunéré, au rang d'instrument et d'engrenage est, suivant moi, en contradiction avec la nature de notre espèce, voire avec l'esprit d'une saine productivité. Sans contester ce que le capitalisme réalise au profit, non seulement de quelques uns mais aussi de la collectivité, le fait est qu'il porte en lui-même les motifs d'une insatisfaction massive et perpétuelle. Il est vrai que des palliatifs atténuent les excès du régime fondé sur le 'laissez faire, laissez passer' mais ils ne guérissent pas son infirmité morale. D'autre part, le communisme, s'il empêche en principe l'exploitation des hommes par d'autres hommes, comporte une tyrannie odieuse imposée à la personne et plonge la vie dans l'atmosphère lugubre du totalitarisme, sans obtenir, à beaucoup près, quant au niveau d'existence, aux conditions du travail, à la diffusion des produits, à l'ensemble du progrès technique, des résultats égaux à ceux qui s'obtiennent dans la liberté. Condamnant l'un et l'autre de ces régimes opposés, je crois donc que tout commande à notre civilisation d'en construire un nouveau, qui règle les rapports humains de telle sorte que chacun participe directement aux résultats de l'entreprise à laquelle il apporte son effort et revête la dignité d'être, pour sa part, responsable de la marche de l'œuvre collective dont dépend son propre destin. N'est-ce pas là la transposition sur le plan économique, compte tenu des données qui lui sont propres, de ce que sont dans l'ordre politique les droits et les devoirs du citoyen ? C'est dans ce sens que j'ai, naguère, créé les comités d'entreprise. C'est dans ce sens que, par la suite, étant écarté des affaires, je me suis fait le champion de 'l'association'. C'est dans ce sens que, reprenant les leviers de commande, j'entends que soit, de par la loi, institué l'intéressement des travailleurs aux bénéfices, ce qui, en effet, le sera. C'est dans ce sens que, tirant la leçon et saisissant l'occasion des évidences mises en lumière aux usines et à l'Université par les scandales de mai 1968, je tenterai d'ouvrir toute grande, en France, la porte à la participation, ce qui dressera contre moi l'opposition

²⁵⁰ Sur la participation financière et le fordisme, voir R. COBBAUT & A. AUTENNE, « L'après-fordisme : globalisation financière, régime de croissance patrimonial et 'financiarisation du salaire' », *op.cit.*, 1-28 (2001)

²⁵¹ Pour un recensement des déclarations de Charles de Gaulle sur la participation, voir « La participation », *Revue Espoir*, Revue de l'Institut Charles de Gaulle (janvier 1974).

déterminée de toutes les féodalités, économiques, sociales, politiques, journalistiques, qu'elles soient marxiste, libérales ou immobilistes. Leur coalition, en obtenant du peuple que, dans sa majorité, il désavoue solennellement de Gaulle, brisera, sur le moment, la chance de la réforme en même temps que mon pouvoir. Mais, par-delà les épreuves, les délais, les tombeaux, ce qui est légitime peut, un jour, être légalisé, ce qui est raisonnable peut finir par avoir raison. »²⁵²

Dans le cadre de sa politique 'participative', de Gaulle initie une série de réformes législatives visant à associer les travailleurs aux bénéfices et au capital de leur entreprise. Au premier rang de ces mesures, on trouve trois ordonnances, l'une de 1959 qui instaure un système facultatif d'intéressement des travailleurs aux résultats de l'entreprise et les deux autres de 1967 qui mettent en place un régime de participation aux bénéfices obligatoire et créent un dispositif d'épargne salariale. Ces trois législations sont à l'origine des trois grands régimes actuels que sont l'intéressement, la participation légale et le plan d'épargne d'entreprise.

Le premier système, mis en place par l'Ordonnance n°59-126 du 7 janvier 1959, encourage les entreprises - par des exonérations fiscales et sociales²⁵³ - à recourir à un système d'intéressement des travailleurs aux résultats ou à l'amélioration de la productivité de leur entreprise. Il se caractérise par le versement périodique, à tous les salariés, d'une prime qui varie en fonction des résultats de la société. Il s'agit d'un régime facultatif qui fait appel à l'intervention des partenaires sociaux (les représentants des organisations syndicales représentatives pour la branche sont habilités à signer des contrats d'intéressement -ayant les effets d'une convention collective - pour une entreprise donnée²⁵⁴) et qui prévoit un certain nombre de garanties : (les salaires doivent avoir été fixés par un accord datant de moins de deux ans, l'entreprise doit être en ordre de paiement de ses cotisations sociales et devra posséder des délégués du personnel et un comité d'entreprise conformes à la loi, les contrats d'intéressement sont soumis à l'homologation d'une Commission départementale). Les sommes issues de cet intéressement sont disponibles immédiatement pour les salariés et ne peuvent pas être dirigées de manière autoritaire vers un usage ou un autre. En conséquence de cette disponibilité immédiate, les salariés sont tenus de déclarer les sommes perçues dans leur

²⁵² « La participation », *Revue Espoir*, Revue de l'Institut Charles de Gaulle, p.42 (janvier 1974).

²⁵³ Du point de vue des salariés, les primes versées ne bénéficiaient d'aucun exonération.

²⁵⁴ L'Ordonnance offre également la possibilité de recourir à un contrat-type, proposé au personnel par le chef d'entreprise et ratifié à la majorité des deux-tiers.

revenu imposable²⁵⁵. L'entreprise doit, en outre, avoir conclu un accord salarial et ce afin d'éviter, dans toute la mesure du possible, que les primes d'intéressement ne soient substituées aux salaires. Le système de l'intéressement a connu un succès mitigé, jusqu'à son adaptation en 1986²⁵⁶. Parmi les facteurs explicatifs, citons l'homologation administrative, l'apparition consécutive d'un régime de participation obligatoire, le faible engouement du patronat pour le partage des profits, et surtout la frilosité des syndicats à l'échelon national. La CGT (Confédération Générale des Travailleurs) et FO (Force Ouvrière) se sont fermement opposées au dispositif, de crainte qu'une association plus étroite entre salariés et employeurs ne conduise à un affaiblissement ou un contournement des syndicats. La position de la CFDT (Confédération Française Démocratique du Travail), alors CFTC (Confédération Française des Syndicats Chrétiens), a été plus favorable: la confédération s'est bornée à rejeter toute politique de participation du personnel aux résultats de l'entreprise qui ne serait pas définie en accord avec les organisations syndicales.²⁵⁷ Pour la confédération, pouvaient donc être mis sur la table, les accords d'intéressement accompagnés, dans l'entreprise ou le secteur visé, d'une convention collective authentique et effective prévoyant des salaires minimaux satisfaisants, de la reconnaissance de la délégation d'entreprise et de la ratification du contrat d'intéressement par une organisation syndicale représentative (ce qui suppose la possibilité pour celle-ci d'exercer un contrôle réel sur l'application de la convention). En 1960, elle a d'ailleurs publié une brochure fournissant aux représentants syndicaux des indications pratiques sur la conduite à suivre face aux propositions patronales d'intéressement, en particulier, l'objet et les conditions de la négociation, la période de validité du contrat d'intéressement, le type d'intéressement à retenir, les critères de calcul, etc.

²⁵⁵ L'exonération totale d'impôt sur le revenu constitué par l'intéressement sera octroyée par l'Ordonnance n°86-1134 du 21 octobre 1986.

²⁵⁶ Bon nombre d'entreprises qui préoyaient de négocier une formule d'intéressement ont abandonné ce projet devant l'obligation de reverser une partie de leurs bénéfices dans le cadre du régime obligatoire de participation légale introduit en 1967.

²⁵⁷ C'est ainsi que le 30^e Congrès de la CFTC de juin 1959 adopte une résolution générale qui souligne que « toute association du personnel de l'entreprise est une illusion si elle consiste uniquement en un intéressement pécuniaire aux résultats financiers de l'entreprise », dénonce « la répartition d'actions au personnel comme un moyen de le rétrograder pour une fraction de sa rémunération, de la position de salarié bénéficiaire du droit du travail à celle d'actionnaire minoritaire et isolé, privé en tant que tel de tout pouvoir réel dans la gestion de l'entreprise » et demande que « toute politique d'intéressement à l'entreprise soit définie en accord avec les organisations syndicales et comporte, outre l'intéressement pécuniaire, l'institution d'une participation réelle à la marche des usines », in « Résolution sur l'intéressement des travailleurs à l'entreprise », 30^e Congrès confédéral, CFTC, 19 au 21 juin 1959, Archives confédérales, 1G22.

Après avoir constaté le succès mitigé du mécanisme facultatif de l'intéressement, l'Assemblée Nationale adopte en 1965 - à l'initiative du député Louis Vallon - un amendement à la 'loi de finance du 12 juillet 1965 sur l'imposition des entreprises et des revenus mobiliers', reconnaissant aux salariés des droits sur l'accroissement des valeurs d'actifs des entreprises dû à l'autofinancement. Suite à cet amendement, deux nouveaux dispositifs de participation financière voient le jour, au travers de deux ordonnances du 17 août 1967 : la 'participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises', communément appelée 'participation légale', et le 'plan d'épargne d'entreprise'²⁵⁸. Il n'y a pas lieu, ici, de détailler ces dispositifs, qui font l'objet de la deuxième section de ce chapitre. Relevons simplement les deux caractéristiques suivantes :

- D'application obligatoire pour toutes les entreprises de plus de 100 travailleurs, la participation légale vise à faire participer les travailleurs aux résultats de leur entreprise. Assortie avantages fiscaux et sociaux, elle génère, au profit des travailleurs, un revenu aléatoire qui est rendu indisponible pendant un délai de cinq ans. La concertation entre les partenaires sociaux est un des éléments essentiels du dispositif : le plan de participation doit résulter soit d'un accord entre le chef d'entreprise et les représentants des syndicats affiliés aux organisations représentatives de la branche d'activité, soit d'une convention collective couvrant tout ou partie de la branche, soit d'un accord conclu au sein du comité d'entreprise. Trois formules de gestion des sommes sont prévues :
 - la création d'un fonds d'investissement avec droit de créance des salariés sur ce fonds sous la forme d'obligations participantes ou de compte courant bloqué ;
 - l'attribution aux travailleurs d'actions de la société ;
 - le versement à des organismes de placement étrangers à l'entreprise (désignés par décret) ou à un plan d'épargne d'entreprise - ce qui se traduit dans ces deux cas par la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières.

²⁵⁸ Ord. n°67-693 du 17 août 1967 et Ord. n°67-694 du 17 août 1967.

- D'application facultative, le régime des plans d'épargne d'entreprise a, quant à lui, pour visée l'augmentation de l'épargne mobilière des travailleurs par la mise en place d'un régime d'épargne collective au sein de l'entreprise, auquel sont attachés des avantages fiscaux et parafiscaux. Il fait également appel à la concertation sociale puisqu'il s'accompagne de l'institution d'un organe paritaire (composé de représentants des travailleurs participant au plan et de représentants de l'entreprise) qui est chargé de contrôler la gestion des sommes investies et d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus.

Au niveau des organisations syndicales, les ordonnances de 1967 ont suscité des réactions contrastées. La CGT et FO ont pris position contre le mécanisme de la participation, stigmatisant le caractère autoritaire de la mesure ainsi que le blocage temporaire des sommes. La CFDT a accepté la mesure, tout en luttant pour que la participation ne se substitue pas aux salaires traditionnels. Selon elle, la position consistant à refuser de négocier un contrat de participation est difficilement tenable car d'une part, la confédération est rarement majoritaire dans l'entreprise et d'autre part, les nouvelles ordonnances prévoient qu'en l'absence d'accord de participation, les fonds seront bloqués pendant huit ans au lieu de cinq. S'agissant de la participation légale, le 'Bureau central' de la CFDT propose les orientations suivantes :

- Les fonds correspondant à la participation ne doivent pas rester bloqués dans l'entreprise car ils ne profitent qu'aux salariés des sociétés bénéficiaires, au détriment des autres travailleurs et des consommateurs qui contribuent également, quoique indirectement, à la réalisation de ce bénéfice.
- Les travailleurs doivent s'efforcer d'obtenir un contrôle de l'affectation des fonds. Pour ce faire, il est préférable que les sommes soient versées à des organismes de placement étrangers à l'entreprise ou à des comptes ouverts au nom des intéressés, en application de la législation relative aux plans d'épargne.

Suite à cette prise de position, le 'Bureau de Recherches d'Analyses et d'Etude Coordonnées' de la CFDT rédige en mars 1968 une note qui envisage la possibilité et l'intérêt de constituer une SICAV sous contrôle du mouvement syndical. Selon les

auteurs du texte, la constitution d'un tel outil permettrait aux travailleurs d'exercer un contrôle sur la façon dont sont gérés les fonds attribués au titre de la participation financière mais aussi d'intervenir dans la vie économique.²⁵⁹ En octobre 1968, un numéro spécial de 'Syndicalisme'²⁶⁰ confirme cette orientation: les fonds dégagés au titre de la participation ne doivent pas rester à l'intérieur de l'entreprise, ils doivent permettre un développement économique répondant aux besoins collectifs. Pour ce faire, ils pourraient être confiés à des organismes dont l'activité se situerait au niveau régional ou interprofessionnel et qui les affecteraient à des emplois conformes aux objectifs syndicaux comme, par exemple, le financement d'investissements collectifs, de logements, d'équipements socio-culturels.

L'idée de gestion 'participative' des fonds communs de placement²⁶¹ est lancée. Sa concrétisation a lieu en juin 1969 avec la création d'«Inter-Expansion», société de gestion habilitée à gérer, sous l'égide syndicale, les fonds provenant de la participation et ceux investis dans le plan d'épargne. En dépit du maintien de leur opposition au principe de la participation financière, la CGT et FO se rallient au projet.²⁶² Le dispositif mis en place au travers d'Inter-Expansion constitue une innovation importante car il institutionnalise une concertation permanente au niveau de la définition des objectifs et de la mise en œuvre des politiques de gestion de la participation financière. Liée à la volonté de ses fondateurs d'orienter les sommes issues de la participation financière vers des organismes à vocation collective extérieurs aux entreprises, Inter-Expansion est, à l'époque, la seule société de gestion financière dans laquelle les salariés sont représentés par l'intermédiaire de leurs organisations. Ne possédant aucun lien structurel avec un groupe financier, la société « *entend se réserver une entière liberté dans ses choix qui seront dictés par le souci de la bonne gestion du patrimoine des*

²⁵⁹ Archives Confédérales, 8F11

²⁶⁰ « La CFDT et l'intéressement dans l'entreprise », *Syndicalisme*, Supplément au n°1207 du 3 octobre 1968.

²⁶¹ Comme nous le verrons ultérieurement (c'est-à-dire dans notre deuxième section), l'objet des sociétés de gestion des fonds communs de placement est de rassembler, pour les gérer, les parts de participation versées aux salariés au titre de la participation légale ou du mécanisme des plans d'épargne.

²⁶² Fondée à l'initiative des organisations syndicales (CFDT, FO, GCG, GCT), de la Caisse de Retraite Interentreprises (organisme à but non lucratif et à gestion paritaire qui assure la retraite complémentaire et le système de prévoyance de nombreux salariés), de la Caisse Centrale de Crédit Coopératif (organisme de crédit soumis au contrôle de l'Etat dont l'intervention est bien connue dans les secteurs coopératifs et sociaux), de la confédération générale des sociétés coopératives ouvrières de production et de la fédération des coopératives de consommation, 'Inter-Expansion' est dirigée par un conseil de surveillance de 12 membres (7 représentants des syndicats CFDT, FO, CGT et CGC; 2 représentants des coopératives et trois représentants désignés par la CRI) et par un directoire chargé de la gestion technique, administrative et financière. Son capital initial a été fixé à 100 000 francs français auquel participent des

salariés conjugué avec celui de l'utilité économique et sociale des investissements encouragés. En effet, l'épargne des salariés dégagée au niveau de l'intéressement est de nature particulière et sa gestion future doit en tenir compte. »²⁶³ Pour ce faire, elle recherche des instruments de placement collectif combinant intérêt économique²⁶⁴ et intérêt social (exemples : sociétés de développement régional, sociétés d'investissement immobilières, etc.)²⁶⁵. Elle établit, périodiquement et en liaison avec les représentants des travailleurs des entreprises concernées, le bilan de ses options et la confrontation de ses résultats avec ceux qui pourraient être obtenus par ailleurs²⁶⁶. Plusieurs fonds gérés par Inter-Expansion ont ainsi souscrit à des emprunts émis par la Caisse Centrale de Crédit Coopératif et destinés à financer des investissements dans le domaine du tourisme social (création de villages de vacances, de maisons familiales de vacances ou de campings assortis d'un droit de réservation prioritaire au profit des salariés qui ont souscrit à cet emprunt via leur fonds commun). Outre la collecte et la gestion des sommes générées par la participation légale et les plans d'épargne, Inter-Expansion entend fournir aux salariés et à leurs représentants des informations contrôlées qui leur permettront de faire les meilleurs choix possibles et d'en connaître les implications ultérieures. Il ne s'agit pas de former un 'club de salariés-actionnaires' mais plutôt un centre d'information et de formation sur la portée économique et sociale des placements. *« La coopération permanente des techniciens de la gestion financière, de ceux qui vivent les problèmes quotidiens des entreprises et de ceux qui expriment les grandes aspirations sociales doit faciliter la recherche d'un bon équilibre entre les impératifs de la rentabilité financière et de l'utilité économique et le souci de l'humain qui est la meilleure justification de cette entreprise. »*²⁶⁷

syndiqués (personnes physiques) de la CFTD et FO pour 40% ; la Caisse de Retraite Interentreprise (CRI) pour 40% ; les coopératives et la Caisse Centrale de Crédit coopératif pour 20%.

²⁶³ Inter-Expansion, Brochure de présentation, 1969, *Archives Confédérales*, 8H511.

²⁶⁴ L'orientation donnée à ces fonds est diverse : les fonds seront, soit orientés vers la sécurité nominale (valeurs à revenus fixes ou parts de Sicav), soit orientés vers les plus-values en capital (actions et autres titres à revenu variable), soit mixtes (actions et obligations)

²⁶⁵ La composition des avoirs des fonds communs de placement gérés par Inter-Expansion doit, évidemment, tenir compte des exigences légales. Nous verrons ultérieurement que la loi impose le respect de certains critères ayant trait à la liquidité et à la diversification des placements. Notamment, les actifs compris dans un fonds commun de placement doivent être constitués de façon constante pour 90% au moins par des valeurs mobilières ayant fait l'objet d'une émission publique ou admise à la cote officielle des bourses de valeurs, par des bons du trésor et par des fonds en dépôt.).

²⁶⁶ Nous verrons que, conformément à la loi, chaque fonds commun de placement (véhicule qui est chargé, au sein de chaque entreprise, de gérer les sommes issues de la participation financière) dispose d'un conseil de surveillance composé de représentants des salariés de l'entreprise participant au fonds et pouvant inclure au maximum autant de représentants de l'entreprise. Le conseil de surveillance de chaque fonds détermine, en fonction de l'entreprise concernée, le type d'orientation qu'il faut donner aux placements faits au nom des salariés et il exerce les droits de vote des parts comprises dans les fonds. Il peut éventuellement laisser la société de gestion libre de décider des placements à effectuer.

²⁶⁷ Inter-Expansion, Brochure de présentation, 1969, *Archives Confédérales*, 8H511.

1-3. Relance et approfondissement des dispositifs de participation financière : les décennies 70 et 80.

Après la période de mise en place des trois grands régimes de participation - l'intéressement, la participation légale et les plans d'épargne -, on assiste, à partir des années 70, à une relance plus spécifique du seul actionnariat salarié. Cette relance prend trois formes bien distinctes :

- l'instauration d'un actionnariat dans les entreprises publiques (i) ;
 - le développement des formules d'actionnariat dans les sociétés privées (ii) ;
 - les opérations de privatisation des entreprises publiques (iii).
- (i) Dans le secteur public, l'instauration de l'actionnariat salarié s'opère à la faveur de législations spécifiques imposant la distribution gratuite d'actions aux travailleurs. La loi n°70-11 du 2 janvier 1970 a ainsi mis en place un système d'actionnariat salarié à la Régie Nationale des Usines Renault, sans pour autant remettre en cause le caractère 'public' de l'entreprise.²⁶⁸
- (ii) Dans le secteur privé, plusieurs lois tentent d'encourager l'actionnariat salarié, par l'entremise d'incitants fiscaux et parafiscaux.
- Ainsi, la 'loi 73-1196 du 27 décembre 1973 relative à la souscription d'actions de sociétés par leurs salariés' institue les 'plans d'actionnariat'. Elle permet aux entreprises de réserver des augmentations de capital à l'ensemble des salariés ou de proposer à ces derniers l'achat en bourse d' 'actions-maison'. Les titres ainsi acquis sont obligatoirement nominatifs et restent, sauf exception, incessibles pendant cinq ans. Ces acquisitions se font soit à titre individuel, soit par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement d'entreprise. Se voulant incitatifs tant pour les salariés²⁶⁹ que pour l'entreprise²⁷⁰, ces plans d'actionnariat tomberont en désuétude

²⁶⁸ L'expérience de l'actionnariat salarié a également été mise en œuvre dans les banques et les sociétés nationales d'assurance (Loi n°73-8 du 4 janvier 1973) ainsi que dans les sociétés d'aérospatiales (Loi n°73-9 du 4 janvier 1973).

²⁶⁹ Décote de 10% sur le prix d'acquisition ou de souscription, possibilité d'abondement de l'entreprise, exonération d'impôt sur le revenu dans les limites d'un certain plafond.

²⁷⁰ Déductibilité fiscale de l'abondement (c'est-à-dire la contribution de l'entreprise) à hauteur de 3000 francs français par salarié et par an, exonération de cotisation sociales pour l'abondement et le rabais.

lorsque le législateur de 1986 fondera les différentes formules de participation financière en une législation unique.

La 'loi n°80-834 du 24 octobre 1980 relative à la distribution d'actions en faveur des salariés des entreprises industrielles et commerciales' incite les sociétés à distribuer gratuitement des actions à leur personnel à hauteur de 3% du capital. Il s'agit d'un système unique (la distribution étant organisée dans des conditions non renouvelables, jusqu'au 31 décembre 1982) et facultatif (les entreprises étant libres d'y recourir ou non), dont la spécificité tient surtout aux incitations mises en place : les entreprises participantes peuvent prétendre à une créance sur l'Etat égale à 65% de la valeur des actions, créance portant intérêt et remboursable en 10 annuités constantes. Les actions distribuées sont incessibles pendant un délai fixé par l'assemblée générale mais qui doit être compris entre trois et cinq ans, sous réserve des cas exceptionnels de déblocage anticipé fixés par le décret d'application. Pour le reste, les actions attribuées ouvrent à leurs détenteurs la plénitude des droits dont jouissent les actionnaires. Les salariés peuvent, par exemple, répondre à des OPA ou des OPE, étant entendu que les sommes ou titres ainsi acquis demeurent incessibles jusqu'à la levée du délai d'indisponibilité. Ce régime a été relativement peu utilisé par les entreprises, principalement parce qu'il a donné lieu à des difficultés techniques d'application.

Parmi les autres mesures, citons encore: la loi n°83-1179 du 29 décembre 1983 introduisant les fonds salariaux ainsi que la 'loi n°84-578 du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique' qui institue la reprise d'entreprise par ses salariés (RES). La première permet aux entreprises de constituer un fonds alimenté par les salariés - du moins ceux qui consentent à y affecter une partie de leur revenu - en vue de financer des investissements productifs ou des opérations internes à l'entreprise (réduction de la durée du travail, formation ou création d'emplois). Comportant peu d'avantages comparativement aux trois grands systèmes introduits par la législation de 1967, ce régime sera supprimé en 1986. La seconde mesure introduit en France le système anglo-saxon du LMBO (*'leveraged management buy out'*) en l'assortissant de fortes incitations fiscales. Elle sera abrogée le 30 décembre 1996.

- (iii) A partir de 1986, la participation financière connaît un nouvel essor à la faveur du mouvement de privatisation des entreprises publiques. La 'loi n°86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations' prévoit ainsi que 10% des titres mis sur le marché sont réservés aux salariés et que ces derniers bénéficient d'un rabais pouvant atteindre 20% du prix de l'action. Elle prévoit également une possibilité de distribution gratuite d'actions aux travailleurs.

L'année 1986 est également marquée par une double législation reformatant les dispositifs de participation financière existants. L'ordonnance n°86-1134 du 21 octobre 1986 (complétée par un décret du 17 juillet 1987) comporte une série de mesures visant à simplifier, encourager et harmoniser les trois systèmes de participation créés précédemment (intéressement, participation et épargne salariale). L'objectif poursuivi est triple : développer l'intéressement tout en maintenant la participation légale obligatoire, orienter ces deux sources financières vers le plan d'épargne et faire de ce dernier le support privilégié de l'actionnariat salarié (le législateur introduit un régime spécifique d'augmentation de capital réservé aux salariés adhérents à un plan d'épargne, ceux-ci pouvant bénéficier d'une décote maximale de 20% sur le prix de référence du titre). L'ordonnance n°86-1135 du 21 octobre 1986, quant à elle, accroît les possibilités de participation institutionnelle des salariés à la gestion des entreprises en facilitant l'accès de leurs représentants aux conseils d'administration des sociétés cotées²⁷¹.

Dans ce contexte législatif, propice à l'actionnariat salarié, le monde syndical poursuit sa réflexion sur l'orientation et le contrôle des sommes générées par les différents dispositifs en vigueur. Conformément à la réflexion qui avait été menée à l'occasion de la réforme de 67, la CFDT réitère son souhait de voir orientés les fonds issus de la participation vers des investissements à caractère 'sociaux' : « *on pourrait envisager que le montant des réserves de participation soient confiées à des organismes dont l'activité se situerait au niveau régional ou interprofessionnel, ce qui permettrait une action sélective dans les régions ou les secteurs qui ne suscitent pas spontanément une action volontaire, car non conforme à une rationalité capitaliste.* »²⁷². Pour la CFDT, les sommes provenant des accords de participation financière doivent être orientées, par

²⁷¹ L'ordonnance n°86-1135 modifie la loi n°66-537 du 24 juillet sur les sociétés afin d'offrir aux sociétés anonymes la faculté d'introduire dans leurs statuts des dispositions prévoyant que les représentants du personnel salarié siègeront avec voix délibérative au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance

²⁷² Syndicalisme, n°1491, p.41, 11 avril 1974, *Archives Confédérales*, 1 F 19.

l'intermédiaire de caisses régionales, vers le financement d'investissement collectifs, de logements ou d'équipements socioculturels, etc. Dans cette optique, sont créés, avec l'aide d'Inter-Expansion, deux organismes servant d'instruments à une politique d'investissement dans le domaine des loisirs sociaux: le 'Cecorel' (Centre de Coopération pour la réalisation d'Equipements de Loisirs)²⁷³ et la Socorel (Société de Construction pour la réalisation d'Equipements de Loisirs)²⁷⁴.

En février 1980, un premier bilan des expériences est dressé²⁷⁵. A cette date, Inter-Expansion gère la participation de plus de 1000 entreprises et de 400.000 salariés. Parmi les fonds commun de placement gérés par cette société, 26 ont souscrit à des emprunts destinés à financer des investissements dans le domaine du tourisme social, ayant ainsi contribué à la création de 6 villages de vacances, de 3 maisons familiales et de 3 campings²⁷⁶.

En 1983, l'idée du contrôle syndical de la participation financière est réactivée par la CFDT à la suite de l'annonce du plan d'austérité salariale de Jacques Delors et de la création des fonds salariaux. Dans une note informative publiée dans 'CFDT Aujourd'hui', la confédération souligne qu'une partie des sommes investies dans les fonds salariaux doit servir à la création d'emplois (financement de projets créateurs d'emplois et investissements ayant pour objectif la réorganisation du travail par le biais de la formation ou de l'introduction de nouvelles technologies)²⁷⁷. Au niveau régional, l'idée fait des émules. Lors d'une rencontre 'Syndicats et Patronat' organisée en octobre 1985, la CFDT de la Région Picardie propose, la création d'un 'Fonds d'intervention économique régional' dont l'objectif serait d'encourager le développement économique local²⁷⁸. Ce fonds serait alimenté à la fois par un emprunt émis par le Conseil Régional et par un 'Fonds Commun de Placement Régional' lui-même alimenté par des

²⁷³ Constitué à la fois sur le plan national et dans plusieurs régions, le 'Cecorel' a pour mission essentielle de faire réaliser, sous son égide, des opérations expérimentales dans le domaine des loisirs sociaux et de susciter une certaine recherche dans cette matière contribuant ainsi à l'élaboration d'une véritable politique de loisirs.

²⁷⁴ La 'Socorel' est, quant à elle, une société immobilière dont l'objectif est de recueillir des fonds destinés au financement d'équipements collectifs de loisirs et de vacances à caractère social (campings, maisons familiales de vacances, etc.). Elle s'est engagée expressément à prendre en considération les seuls projets ayant reçus le label du 'Cecorel' et, pour ce faire, elle recueille ses fonds auprès d'organismes susceptibles d'exiger un taux d'intérêt inférieur au taux pratiqué sur le marché financier.

²⁷⁵ « Point sur la participation et Inter-Expansion », *Archives Interfédérales - Archives de la Fédération Chimie*, 12F28.

²⁷⁶ Notons que, conformément au prescrit légal que nous expliciterons dans notre deuxième section, les fonds communs de placement d'entreprise qui investissent dans ce circuit de financement ne peuvent y participer qu'à concurrence de 5 à 10% de leurs actifs. Par ailleurs, seuls les conseils de surveillance des fonds sont habilités à prendre la décision d'investir dans le domaine de l'économie sociale, Inter-Expansion pouvant leur fournir toutes les informations nécessaires sur chacune des opérations envisagées.

²⁷⁷ *CFDT Aujourd'hui*, n°80, juillet 1986.

²⁷⁸ *Archives Confédérales*, 8H2319.

financements provenant de particuliers, de collectivités, de caisses de retraite, de fonds salariaux inter-entreprises et de fonds de comités d'entreprises.

La grande réforme de 1986 est l'occasion de nouvelles prises de position. En 1988, le 'Secteur Confédéral Politique Revendicative' met en lumière les risques inhérents au développement de l'intéressement aux dépens des augmentations de salaires.²⁷⁹ Il soutient que, pour canaliser ces risques, il est nécessaire que les négociations en matière de participation financière se fassent avec les organisations syndicales (qui sont compétentes pour négocier des augmentations salariales) et non, comme l'autorise la loi, avec le comité d'entreprise ou le personnel. Dans une résolution proposée au vote du Conseil National d'avril 1990²⁸⁰, la CFDT exige qu'il y ait des modifications substantielles dans la législation afin de s'assurer que l'intéressement et la participation légale soient accompagnés d'un accord salarial préalable et qu'ils soient négociés avec les syndicats dans le cadre d'un véritable débat quant à l'affectation des gains de productivité ayant pour objectif une répartition équilibrée entre l'investissement, le pouvoir d'achat et l'emploi. Cette prise de position se traduit par la mise en place d'instruments d'épargne solidaire dans certaines régions ainsi que par la participation, en 1994, de la CFDT à la constitution d'un 'Fonds Commun de Placement Insertion-Emploi'(FCPIE) permettant aux souscripteurs de placer 90% de leur épargne sur des titres de sociétés françaises cotées en bourse et jugées éthiques (bilan social favorable, absence de licenciements secs, création d'emploi, insertion des personnes en difficulté, etc.) et d'investir les 10% restants dans des entreprises non cotées à vocation solidaire.

1-4. La montée en puissance de la participation financière à la faveur de la 'patrimonialisation' progressive du régime de croissance : les décennies 90 et 2000

Conformément au constat qui est fait par plusieurs auteurs, un nouveau régime de croissance oriente le développement de la société salariale depuis le début des années 90. La caractéristique première de ce nouveau régime, que d'aucuns ont appelé 'croissance patrimoniale'²⁸¹ est certainement le phénomène de 'financiarisation' qui se traduit par un rôle accru des marchés financiers et l'institutionnalisation progressive de

²⁷⁹ *Archives Confédérales*, 2G182.

²⁸⁰ *Archives Confédérales*, 2G182.

²⁸¹ M. AGLIETTA. " Le capitalisme de demain ", *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n°101 (novembre 1998).

divers mécanismes et pratiques axés vers la satisfaction des attentes des investisseurs en termes de création de valeur actionnariale. Il n'y a pas lieu, ici, de revenir sur ce phénomène qui a déjà été évoqué dans notre introduction générale. Nous voudrions simplement montrer que, dans ce nouveau contexte, le législateur français ont entrepris une énième série de réformes pour favoriser le développement des dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié et en élargir le champ d'application.

En 1994, le législateur réglemente les plans d'épargne d'entreprise afin de les rendre plus attrayants (loi n°94-640 du 25 juillet 1994). Il relève le plafond des contributions versées par l'entreprise au plan d'épargne et introduit diverses garanties supplémentaires pour les salariés. Parmi ces garanties, on trouve :

- la publication, dans le rapport annuel, de la part du capital détenu par les salariés ;
- la mise en place d'une procédure incitant l'assemblée générale des actionnaires à prendre position quant à la désignation éventuelle de salariés-actionnaires dans les organes dirigeants de l'entreprise, là où la part du capital détenue par les salariés atteint au moins 5% ;
- la possibilité pour les membres des Conseils de surveillance représentant les salariés d'effectuer un stage de formation économique ;
- la création d'un Conseil supérieur de la participation ayant pour mission d'étudier les différents systèmes de participation financière et de formuler des recommandations pour favoriser leur développement.

En 1999, le Gouvernement initie une grande réforme de la participation financière visant à améliorer les dispositifs existant et à en élargir la couverture. Cette réforme aboutit, le 19 février 2001, à la loi dite 'Fabius'²⁸² dont les lignes de force sont les suivantes:

- favoriser le développement de l'épargne salariale, principalement dans les PME ;
- étendre l'obligation de négociation annuelle sur l'épargne salariale ;
- renforcer les droits et garanties des salariés ;
- encourager le secteur de l'économie solidaire ;

²⁸² Loi n°2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, *J.O* du 20 février 2001.

Il n'y a pas lieu, ici, d'examiner plus avant les innovations que cette loi a apportées, celles-ci étant intégrées dans notre deuxième section consacrée aux caractéristiques structurelles des dispositifs de participation. Nous voudrions juste souligner qu'à l'occasion de cette réforme, le débat sur les modalités de l'intervention des partenaires sociaux dans le domaine de la participation financière est entré dans une phase nouvelle, qui va bien au-delà de l'incitation à investir dans les loisirs sociaux. En effet, certaines organisations syndicales – principalement la CFDT et la CGC - ont profité des opportunités offertes par la nouvelle loi, qui accentue le caractère collectif des dispositifs de participation, pour élaborer une stratégie d'intervention concrète dans le champ du contrôle de la gestion des sommes issues de la participation financière.

Quelques développements sont nécessaires pour comprendre la portée de cette stratégie.

Fin 1999, la thématique de la participation financière est mise au cœur d'un colloque de la CFDT sur 'les transformations du capitalisme et les leviers de l'action syndicale', organisé dans la foulée du congrès confédéral de 99. A cette occasion, la confédération effectue un état des lieux de la participation afin de juger des instruments dont elle dispose pour peser dans le débat. Elle relève les éléments suivants.

- (i) L'épargne salariale est surtout l'apanage des grandes entreprises qui l'utilisent pour développer l'actionnariat salarié (en multipliant les avantages financiers comme abondement²⁸³, décote et distribution gratuite d'actions), au détriment des dispositifs d'épargne diversifiée, et ce, pour encourager le sentiment d'appartenance à l'entreprise et améliorer le contrôle de l'actionnariat.
- (ii) La participation et l'intéressement sont obligatoirement négociés. Il n'en va pas de même des plans d'épargne d'entreprise (dans la pratique, ces derniers sont négociés dans un cas sur deux). La CFDT, la CGC et la CFTC sont souvent signataires, la CGT l'étant plus rarement.
- (iii) La moitié des entreprises cherchent à intégrer la participation financière dans le cadre d'une discussion plus globale sur les salaires, à l'occasion de la négociation salariale annuelle.

²⁸³ L'abondement équivaut au versement complémentaire que l'entreprise verse dans le plan d'épargne d'entreprise. Son incidence sur le développement de l'actionnariat salarié sera évoquée dans notre deuxième section.

- (iv) La participation financière ne fait pas partie des priorités des équipes syndicales qui se concentrent surtout sur la négociation des salaires traditionnels, du temps de travail et de la protection sociale ainsi que sur les modalités du dialogue social. Sur le terrain, les représentants syndicaux éprouvent souvent des difficultés à identifier les attentes des salariés (combien va-t-on recevoir, quand et comment ?) ainsi que l'utilisation qui peut être faite de l'épargne salariale (s'agit-il ou non d'un nouveau domaine d'intervention ?). En dépit d'une réelle motivation dans le chef des militants, les prises de positions et actions restent souvent ponctuelles et se limitent à la collecte de droits de vote auprès des salariés-actionnaires pour intervenir dans les assemblées générales d'actionnaires.
- (v) Les représentants des travailleurs disposent de trop peu d'influence au sein des Conseils de surveillance des fonds communs de placement d'entreprise, tant pour des raisons institutionnelles (faible nombre de réunions, faiblesse de la représentation syndicale en cas d'élection directe par les salariés-actionnaires, difficulté pour constituer des majorités en cas de paritarisme) que pour des raisons plus techniques (le contrôle exercé est minime car les débats sont dictés par des considérations de technique financière qui requièrent un certain niveau d'expertise).
- (vi) Corollaire de la concentration de la participation financière dans les grandes entreprises, la gestion des sommes placées dans les fonds communs de placement est très concentrée, le principal intervenant étant 'Interépargne', (filiale des Banques populaires), qui représente près de 20% du marché, tandis que cinq autres acteurs en occupent les deux tiers (Société Générale, Crédit Lyonnais, Elysées fonds et BNP). Inter-Expansion n'occupe que la 9^e place. Longtemps considérée comme un petit marché, la gestion de l'épargne salariale a beaucoup évolué ces dernières années²⁸⁴. Cette croissance a suscité un engouement de la part de nouveaux acteurs issus du monde financier et de l'assurance qui développent des stratégies visant à attirer les entreprises et leurs salariés, notamment en mettant l'accent sur l'information et le conseil personnalisé. Dans le même temps, les gestionnaires cherchent à passer d'une gestion adaptée au cas de chaque entreprise à un mode de gestion plus

²⁸⁴ +40% par an entre 1997 et 2000, +20% par an anticipé pour les années à venir. Cela dit, en dépit de sa progression, l'épargne salariale ne représente encore que 8,5% du secteur assurance.

standardisé, leur permettant de prendre en charge un nombre croissant d'entreprises et notamment les PME.

- (vii) Le marché de la notation sociale et environnementale prend une expansion non négligeable. A l'instar des USA où ce type d'opérateur représente 13% de l'épargne financière, il existe désormais, en France, une trentaine d'agences revendiquant une appartenance à ce marché. Face au développement de l'actionnariat salarié, une des grandes questions est celle de savoir quelle sera la place occupée par le secteur des investissements 'socialement responsables' et selon quelles modalités ce type d'investissement pourra être réalisé. Les méthodes utilisées à l'heure actuelle sont diverses²⁸⁵.

Au vu de ces différents éléments, la CFDT considère que le système légal en vigueur offre suffisamment de points d'appui pour tenter de mettre l'actionnariat salarié au service de l'action syndicale. Elle estime que le contexte dans lequel s'inscrit l'action syndicale a changé : à la confrontation traditionnelle entre patronat et syndicats a succédé un jeu à trois avec une influence croissante de l'actionnaire. Les frontières traditionnelles de l'entreprise, l'arbitrage entre le court et le long terme (aux programmes d'investissement pluriannuels ont succédé des exigences de rentabilité trimestrielles) ainsi que l'économie sociale (les secteurs coopératifs et mutualistes font appel aux marchés financiers pour financer leur développement) s'en trouvent modifiés. De ce point de vue, la loi sur l'épargne salariale constitue une opportunité qui, selon la confédération, peut être activée dans quatre directions :

- (i) Améliorer la situation des salariés en demandant la négociation de tous les dispositifs de participation financière.
- (ii) Permettre aux salariés de contrôler leur épargne, pour éviter que celle-ci ne soit mise au service d'objectifs exclusivement patronaux (le verrouillage de l'actionnariat, par exemple).

²⁸⁵ On constate toutefois que deux grandes orientations se dégagent : une approche qualifiée d' 'éthique' et une approche de type 'qualité totale'. L'approche 'éthique' consiste à retenir des critères objectifs (comme le respect des droits fondamentaux ou des conventions internationales) pour dresser des listes d'entreprises recommandables ou non. L'approche 'qualité totale' vise à examiner les relations des entreprises avec leur environnement (actionnaires, fournisseurs, clients, travailleurs, environnement naturel, etc.) et à attribuer des cotations en fonction des résultats obtenus. C'est le modèle privilégié par l'agence 'Arèse', filiale de la Caisse des dépôts et des Caisses d'épargne.

- (iii) Faire de la participation financière une force de frappe au service d'objectifs de solidarité et/ou de développement durable, en l'investissant dans les entreprises ayant les meilleures pratiques sociales.
- (iv) Généraliser la participation financière au profit de l'ensemble des salariés et notamment ceux appartenant au secteur des PME. La réussite de cette généralisation implique qu'on évite l'éparpillement de négociations tout azimut qui empêcheraient la constitution d'instruments structurants bénéficiant à tous les travailleurs.

Pour concrétiser cette nouvelle manière de concevoir la participation financière, la CFDT propose la création de trois types d'instruments²⁸⁶ qu'elle estime complémentaires :

- (i) L'élaboration d'un 'accord-type' en vue des négociations sur l'épargne salariale. Les négociations sociales constituent, en effet, le socle de la stratégie syndicale proposée car elles décident de l'organisme gestionnaire de l'épargne salariale, des objectifs qui lui seront fixés et du contrôle auquel il sera soumis. Alors qu'aujourd'hui, la désignation du gestionnaire fait partie des dispositions techniques de mise en œuvre des accords de participation financière et relève de liens historiques tissés entre les entreprises, les syndicats et certains établissements financiers, il s'agit d'en faire un enjeu de négociation pour obtenir que la participation financière soit orientée vers des fonds communs de placement 'labellisés' par le syndicat.
- (ii) La mise en place de 'fonds syndicaux', dans le cadre d'un partenariat avec des établissements financiers. La création *ex nihilo* d'un fonds syndical est jugée trop périlleuse²⁸⁷, car, en l'absence d'incitants fiscaux spécifiques, ce fonds se trouverait placé dans les mêmes conditions que les grands gestionnaires qui opèrent au sein d'un marché déjà très concentré. Pour être compétitif, il devrait avoir des frais de gestion compris entre 0,5 et 1% de l'encours géré, ce qui impliquerait - compte tenu des investissements nécessaires - de disposer d'un capital de départ très élevé. La voie d'une collaboration avec le monde bancaire paraît donc plus raisonnable. Ce partenariat devrait comprendre la création, au

²⁸⁶ Jean-François TROGRIC, « L'épargne salariale : se donner les moyens de peser sur les pratiques sociales des entreprises », *Note pour le Bureau National de la CFDT*, Session des 27 et 28 juin 2001.

²⁸⁷ Ce type de fonds syndical existe au Québec.

sein des établissements financiers, d'un fonds commun de placement spécifiquement consacré à des investissements socialement responsables, sur la base des recommandations d'une 'agence de notation sociale'. Il devrait également comporter la mise en place d'un conseil de surveillance syndical chargé de définir les orientations de gestion et d'en contrôler la mise en œuvre. Il devrait, enfin, être accompagné de conditions tarifaires compétitives susceptibles d'emporter la conviction des interlocuteurs patronaux.

- (iii) La création d'une agence d'évaluation des pratiques sociales des entreprises. Cette agence, initiée et appuyée par la CFDT, devrait mettre au point une procédure de notation 'sociale' des entreprises. Il s'agirait de mettre en évidence les entreprises qui font des ressources humaines une partie intégrante de leur compétitivité (ou de leur valeur) ainsi que d'homologuer les fonds qui se profilent comme 'socialement responsables'.

Ainsi constitués, les trois instruments proposés devraient, selon la CFDT, permettre à l'action syndicale d'intervenir à tous les stades : au niveau des négociations pour faire bénéficier les salariés de nouveaux avantages ; au niveau de l'investissement des fonds pour faire pression sur les entreprises en faveur de l'amélioration des pratiques sociales ; par le biais de l'agence d'évaluation pour faire émerger une information crédible et fiable sur les réalités dans les entreprises.

Suite à cette réflexion ainsi qu'à l'appel à collaboration lancé par la CFDT aux autres grandes confédérations, un 'comité intersyndical de l'épargne salariale' est créé le 29 janvier 2002, par accord entre la CFDT, de la CFE-CGC, de la CFTC et de la CGT²⁸⁸. Son objectif est de « *développer en commun des instruments permettant aux salariés de maîtriser leur épargne dans des conditions optimales de sécurité et de justice* ». Outre le fait que les syndicats français y affirment leur capacité d'agir en commun, ce dispositif témoigne de leur volonté d'investir la sphère de l'épargne salariale en la soumettant à un dispositif de surveillance et de contrôle spécifique. Dans leur

²⁸⁸ FO, quoiqu'elle ait participé aux discussions préalables à la création du comité intersyndical, n'a pas souhaité se joindre formellement à une initiative qu'elle estime contraire à son opposition de principe à la participation financière. Elle a toutefois souligné qu'elle participera aux négociations d'entreprise et signera des accords en la matière. Marc Blondel, Secrétaire général affirme ainsi « *on connaît nos réserves ; nous refusons que l'épargne salariale se substitue aux négociations salariales et qu'elle ait pour finalité de détruire les retraites par répartition. Cela étant, nous négocierons, si ce n'est que pour nous prémunir contre ces deux risques. Mais faut-il pour autant nous immiscer dans le placement des fonds ? Allons-nous, en tant que syndicat, nous associer et donc apporter notre cautionnement au choix de l'investissement ?* » (in, *Informations Ouvrières*, n°525, semaine du 13 au 19 février 2002.)

‘déclaration intersyndicale’ du 29 janvier 2002²⁸⁹, les quatre confédérations affirment ainsi leur désir de structurer une démarche collective au service des salariés afin d’agir contre les inégalités d’accès à la participation financière (notamment, vis-à-vis des petites et moyennes entreprises) et de sécuriser l’épargne des travailleurs en permettant à ces derniers d’accéder à des placements plus soucieux de leurs intérêts. Précisons toutefois que les syndicats français ne souhaitent pas gérer directement des fonds d’épargne, comme c’est le cas au Québec, ni diriger les entreprises dans lesquelles les fonds sont investis. Ils envisagent simplement d’exercer une mission d’orientation et de contrôle afin de vérifier le caractère socialement responsable des investissements effectués.

Plus concrètement, le travail du ‘comité intersyndical’ est axé sur trois plans:

- (i) L’élaboration de propositions de réforme et d’orientation propres à améliorer le fonctionnement des dispositifs de participation financière (notamment en ce qui concerne la sécurité de l’épargne des salariés) et à s’assurer que ceux-ci ne viennent pas fragiliser les systèmes de retraite et de salaires existants.
- (ii) La sélection et la ‘labellisation’, sur base d’un cahier des charges et à l’issue d’une procédure ouverte et transparente, des offres d’épargne salariale faites par les gestionnaires, en veillant à ce que les fonds proposés soient de taille suffisante pour exercer un rôle significatif répondant aux objectifs de service aux salariés et de gestion socialement responsables que se fixent les confédérations signataires.
- (iii) La rédaction d’un rapport annuel, permettant de rendre compte de la manière dont les fonds sélectionnés auront répondu aux objectifs fixés par le cahier des charges.

Le 9 avril 2002, les conclusions de la 1^{ère} phase de labellisation ont fait l’objet d’une publication officielle. Après avoir examiné 33 offres, le comité intersyndical a octroyé le label du CIES à trois gestionnaires : ‘Axa Génération’ (offre proposée par *Axa Investment Manager*), ‘Pacteo Label’ (offre proposée par le *Crédit lyonnais Asset Management*) et ‘Horizon Solidarité’ (offre à l’intention des PME proposée par Prado épargne du groupe Prémalliance).

Indépendamment de l’évolution qu’elle traduit au plan de la prise de conscience

²⁸⁹ voir le site internet de la CFDT : www.cfdt.fr

progressive, par les acteurs syndicaux, de la nécessité de développer une capacité accrue de proposition et d'intervention dans le champ de la participation financière, la démarche intersyndicale de labellisation souffre encore de certaines faiblesses quant à ses modalités techniques d'application. Elle a, ainsi, fait l'objet de certaines critiques, notamment de la part des gestionnaires administratifs et financiers, qui pointent, entre autres choses, le manque de précision et de clarté du cahier des charges qui a été élaboré²⁹⁰. La labellisation porte-t-elle sur les fonds communs de placement, sur les offres globales en épargne salariale proposées par les gestionnaires ou encore sur les sociétés de gestion elles-mêmes ? Quel est le type de contrainte qui doit être mise en œuvre pour juger des entreprises 'socialement responsables'. S'agit-il de répondre aux critères de l'OIT, à ceux dégagés par les agences de notation sociale ou aux préoccupations citoyennes et sociales des entreprises ? Par exemple, la principale agence de notation sociale 'Arese' considère Danone comme une entreprise socialement responsable alors que l'Observatoire de l'éthique (ODE) lui refuse cette qualité pour lui préférer TotalFinaElf, propriétaire du pétrolier Erika et de l'usine AZF. La méthode du comité intersyndical a également été pointée du doigt. Le cahier des charges établi par le comité n'indique pas clairement quelles obligations incombent a priori à chacune des parties, quel est le but précis recherché et quels sont les moyens d'y parvenir. Au lieu de formaliser ses exigences selon des critères précis, le comité invité les organismes financiers à déterminer eux-mêmes ce que peut souhaiter le comité (le questionnaire qui sert de base à la labellisation contient des questions ouvertes et générales et non des questions précises et évaluables vis-à-vis d'une norme extérieure).²⁹¹ Le comité – dont

²⁹⁰ Concrètement, la sélection des gestionnaire financiers s'opère en deux temps. D'abord, le comité intersyndical élabore un cahier des charges qu'il adresse aux principaux gestionnaires d'épargne salariale. Ensuite, ces derniers proposent une offre d'épargne socialement responsable, celle-ci devant obligatoirement comprendre les éléments suivants: le meilleur rapport qualité/prix pour les salariés, des services étendus (notamment en terme d'information), des frais de gestion et de tenue de compte réduits, des instruments d'investissement socialement responsables et diversifiés en fonction du risque et de l'orientation souhaitée par le salarié (entreprises cotées, PME, investissements sectoriels ou régionaux, secteur social ou solidaire, etc.), des garanties fortes par le biais d'un contrôle exercé par un conseil de surveillance composé majoritairement de représentants des salariés (désignés par les confédérations signataires, agréés en raison de leurs compétences ou élus par les épargnants salariés sur listes syndicales), étant entendu que ce conseil de surveillance doit être en mesure de contrôler régulièrement et concrètement la gestion des fonds. Le maintien ou le retrait du label est décidé annuellement par le comité au vu des résultats obtenus par rapport aux engagements pris dans le cadre de l'appel d'offre ainsi que de l'avis exprimé par les conseils de surveillance des fonds et par les négociateurs des accords. Les organismes 'labellisables' devront accepter les missions d'audit que le CIES pourrait diligenter pour vérifier la réalisation des engagements pris, ces audits pouvant comporter des vérifications sur pièces et sur place.

²⁹¹ On relève des formulations comme : « *quels produits envisagez-vous d'offrir aux salariés afin qu'ils disposent de supports d'investissement répondant à des objectifs et à des horizons d'épargne différenciés* », « *quels dispositifs proposez-vous pour sécuriser l'épargne des salariés et assurer la liquidité des fonds ?* ».

l'identité juridique n'est pas définie - ne fixe, en outre, aucun processus de décision permettant de définir son rôle, son organisation, ses méthodes de travail. Enfin, le cahier des charges n'aménage aucune modalité pour qu'une concurrence, à tout le moins européenne, puisse s'exercer. Il est à craindre, de ce fait, que les organismes étrangers se plaignent d'une cartellisation ou d'une éviction.

1-5. Conclusion de la section

Le parcours historique que nous venons de retracer permet de voir que la dimension 'coopérative' de la participation financière qui caractérise le droit français s'enracine dans un passé relativement lointain. Originellement portée par le monde associatif et syndical, la gestion participative des sommes issues de la participation financière a été progressivement intégrée dans la législation, comme en témoigne la récente réforme sur l'épargne salariale et l'attention critique qu'elle a suscitée dans le chef des organisations syndicales.

II. Les caractéristiques structurelles des différents dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié en droit français

Le régime français de participation financière se compose de trois grands systèmes: l'intéressement, la participation légale et les plans d'épargne d'entreprise (PEE). A ceux-ci, il faut ajouter les nouveaux outils que la Loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001 a mis en place: le 'plan partenarial d'épargne salariale volontaire' (PPESV), destiné à assurer une épargne salariale pour la réalisation de projets à moyen terme et le 'plan d'épargne interentreprises' (PEI), visant à favoriser le développement de l'épargne salariale dans les PME. L'intéressement, la participation légale et les plans d'épargne constituent toutefois les trois vecteurs principaux de participation financière. Ces trois dispositifs sont autonomes les uns par rapport aux autres mais la loi entend favoriser leur articulation en créant des passerelles entre eux, de façon à composer une architecture globale de participation financière susceptible de donner lieu à la constitution d'un actionnariat salarié.

L'objet de cette section est de mettre en lumière les caractéristiques structurelles de ces trois mécanismes, et plus particulièrement le mode de gouvernance qui leur est sous-jacent. Nous étudierons successivement les mécanismes de l' 'intéressement' (2-1.), de la 'participation légale' (2-2.) et du 'plan d'épargne d'entreprise' (2-3.). Nous verrons que, contrairement au droit américain, le droit français fait appel à des formes plus 'coopératives' de gouvernance, dans lesquelles les travailleurs et leurs représentants disposent d'une certaine capacité de contrôle de l'usage qui est fait des sommes investies en leur nom.

2-1. L'intéressement

L'intéressement (C. Trav. art. L.441-1 à L.441-8), qui a un caractère collectif et aléatoire, est un système facultatif qui permet à toute entreprise qui le souhaite d'associer ses salariés, par voie d'accord collectif, à ses résultats ou à l'accroissement de sa productivité.²⁹² A première vue, le dispositif n'est pas axé sur une logique

²⁹² Depuis la loi de 2001, l'intéressement (mais aussi la participation et le plan d'épargne) peut être mis en place au sein d'un groupe entre des entreprises juridiquement indépendantes mais ayant établi des liens

d'accumulation financière puisqu'il donne lieu au versement immédiat d'un revenu disponible. Toutefois, les travailleurs étant encouragés à verser leur quote-part de l'intéressement dans le plan d'épargne d'entreprise (les versements volontaires bénéficient d'une exonération totale d'impôt sur le revenu), les sommes correspondantes sont susceptibles d'être investies, via le plan d'épargne, en actifs financiers et ainsi de donner lieu à la constitution d'un actionnariat salarié.

2-1-1. Champ d'application

Le dispositif de l'intéressement possède un caractère général : il doit être offert à l'ensemble des travailleurs.

Le principe de généralité et de non-discrimination conduit à prohiber, dans un accord d'intéressement, toute clause qui serait basée sur des critères de performance individuelle²⁹³. Sont seules admises les clauses relatives à l'ancienneté dans l'entreprise, à condition que cette ancienneté n'excède pas 3 mois. L'exigence de non-discrimination a été rappelée par la Cour de Cassation qui, s'agissant des avantages collectifs, souligne : *« si l'employeur peut accorder des avantages particuliers à certains salariés, c'est à la condition que tous les salariés placés dans une situation identique puissent bénéficier de l'avantage ainsi accordé et que les règles déterminant l'octroi de cet avantage soient préalablement définies et contrôlables. »*²⁹⁴ La Cour a également précisé que les salariés ne pouvaient pas être privés de leur droit à l'intéressement en raison des motifs de leur licenciement ; par exemple, en cas de licenciement pour faute lourde²⁹⁵.

financiers et économique (C. Trav. Art. L. 444-3). La notion de groupe est définie de manière très large puisqu'elle se limite à l'exigence de liens économiques et financiers. Cette législation témoigne donc d'une volonté d'étendre le champ d'application de l'intéressement, quelle que soit la structure juridique de l'entreprise.

²⁹³ Dans un arrêt du 5 février 1998, la Cour de Cassation statue que n'ont pas le caractère de rémunération collective – et par conséquent n'ouvrent pas droit aux exonérations sociales – les primes d'intéressement versées en application d'un accord contenant une clause dite de 'présentéisme' ayant pour effet de minorer les primes des salariés en cas d'absence pour les motifs suivants : maladie, congé sans solde, préavis rémunéré non effectué et heures d'absence pour recherche d'emploi [Cass. Soc. 5 févr. 1998, n°617 D: RJS 1998, n°342]

²⁹⁴ Cass. Soc. 18 janv. 2000, RJS 3/00 n°277, *Droit Social*, p.435 (2000).

²⁹⁵ Cass. Soc. 12 oct. 1995, *Liaisons Sociales*, Jurispr. N°7347 du 27 octobre 1995.

2-1-2. Mise en œuvre et intervention des partenaires sociaux

L'intéressement doit être mis en œuvre par la voie d'une négociation collective. Son existence est subordonnée à la conclusion d'un accord collectif valable pour une durée de trois ans (C. Trav. art. L. 441-1).

Les modalités de négociation de l'intéressement sont toutefois dérogatoires au droit commun des négociations collectives. Après avoir été soumis pour avis au comité d'entreprise, les accords d'intéressement peuvent être conclus, soit dans le cadre d'une convention collective, soit dans le cadre d'un accord entre le chef d'entreprise et les organisations syndicales représentatives, soit au sein du comité d'entreprise, soit à la suite d'une procédure de ratification collective par le personnel²⁹⁶. Cette procédure est beaucoup plus souple que celle applicable à la négociation des salaires traditionnels. La négociation au niveau du comité d'entreprise constitue, en effet, une entorse au monopole syndical en matière de négociation collective et la procédure de ratification du personnel, qui est souvent pratiquée dans les petites entreprises, s'apparente à une sorte de référendum social dont les contours sont mal définis. La procédure de négociation de l'intéressement est, en outre, fortement décentralisée, le niveau de l'entreprise étant privilégié par rapport à celui du secteur.

La loi du 19 février 2001 est venue renforcer le caractère collectif de l'intéressement. D'une part, au niveau de l'entreprise, elle a inséré l'intéressement (mais aussi les dispositifs relatifs à participation légale et aux plans d'épargne) dans les thèmes de la négociation annuelle obligatoire (C. Trav., art. L. 132-27)²⁹⁷. D'autre part, au niveau de la branche, les conventions collectives doivent désormais – pour pouvoir être étendues – comporter des dispositions supplémentaires relatives aux différents dispositifs de participation financière (C. Trav. art. L.133-5). Aspect bien connu du droit du travail français, la technique de l'extension des conventions collectives découle de la notion d'ordre public social et vise à étendre la portée d'une convention ou d'un accord

²⁹⁶ Toutefois, dans la mesure où il existe dans l'entreprise un comité ou une organisation syndicale représentative, cette ratification ne peut être demandée que conjointement par l'employeur et le comité ou le syndicat ; la saisine directe du personnel par l'employeur est alors impossible.

²⁹⁷ Cette obligation annuelle de négocier ne concerne que les entreprises où sont constituées une ou plusieurs sections syndicales. Compte tenu des diverses modalités possibles de négociation des dispositifs de participation financière, il est toutefois permis de s'interroger sur l'incidence de l'absence de section syndicale : l'employeur est-il dispensé de l'obligation de négocier faute de délégué ou devra-t-il négocier avec le comité d'entreprise s'il existe ?

collectif. Le but poursuivi est de permettre à un nombre toujours plus élevé de salariés de bénéficier des clauses conventionnelles plus favorables que les dispositions légales et ainsi d'unifier les conditions de travail dans les divers secteurs d'activité. Pour être susceptible d'extension par le ministère du travail, une convention doit avoir été conclue dans des conditions assez substantiellement différentes de celles qui président à la conclusion d'une convention collective ordinaire. Il n'y a pas lieu de s'étendre plus avant sur ce sujet, si ce n'est pour remarquer que le législateur considère dorénavant que, pour être susceptible d'extension et d'élargissement, la convention collective doit comporter des clauses relatives à l'intéressement.

Une fois signés, les accords d'intéressement doivent être déposés à la direction départementale de l'emploi et du travail et de la formation professionnelle (DDTEFP) du lieu de leur conclusion (C. Trav. Art. L. 441-2). Ce dépôt, à l'occasion duquel l'administration va vérifier la régularité de l'accord, ouvre le droit aux avantages fiscaux et sociaux. Dans le cadre de leur mission générale d'information et de conseil, les DDTEFP peuvent éventuellement formuler des observations sur le contenu de l'accord et inviter les parties signataires à mettre, par avenant, leur accord en conformité avec les textes légaux et réglementaires.

2-1-3. Les différentes modalités d'intéressement

Les textes prévoient deux catégories d'intéressement: l'intéressement aux résultats et l'intéressement à la performance (C. Trav. art. L 441-2).²⁹⁸ Les partenaires sociaux peuvent également prévoir un intéressement mixte, c'est-à-dire une formule d'accord qui fait intervenir dans des proportions variables les deux types d'intéressement.

→ L'intéressement aux résultats est lié au résultat comptable ou financier de l'entreprise. Il se calcule à partir d'un pourcentage du résultat ou sur base d'une progression de celui-ci. S'agissant des bases de calcul, les éléments suivants peuvent être retenus: le bénéfice fiscal, le bénéfice comptable, le bénéfice d'exploitation, la marge brute, la marge nette, etc.

²⁹⁸ Dans la loi de 1959 portant création de l'intéressement, le législateur avait prévu une modalité supplémentaire d'intéressement: l'intéressement au capital. Il s'agissait là d'une des première formule favorisant l'actionnariat des salarié. Cet «intéressement au capital» a été supprimé en 1986. L'actionnariat salarié va alors se concrétiser par le biais de la participation et du plan d'épargne.

→ L'intéressement à la performance, quant à lui, est lié à l'atteinte d'objectifs définis en termes de délais, qualité, productivité, chiffre d'affaire, etc.

L'intéressement est, par nature, variable et aléatoire, c'est-à-dire qu'il varie d'année en année. Il ne peut dépendre de la volonté de l'employeur ni se baser sur des éléments susceptibles d'être 'manipulés' par ce dernier. La Cour de Cassation considère comme valides les formules d'intéressement calculées sur base du chiffre d'affaire²⁹⁹ ou sur base de la valeur ajoutée.³⁰⁰ Selon la Cour, ces éléments constituent une base de calcul suffisamment aléatoire dès lors qu'ils excluent toute garantie d'un montant minimum ou forfaitaire des primes. Cette interprétation a été critiquée au motif qu'elle aboutit à autoriser une entreprise en déficit à distribuer un intéressement (il existe toujours un chiffre d'affaire ou une valeur ajoutée).³⁰¹

Depuis février 2001, la loi reconnaît la possibilité d'avoir des intéressements calculés sur des périodes inférieures à l'exercice. Elle permet également d'asseoir l'intéressement sur les résultats d'une ou plusieurs filiales de l'entreprise. Quelle que soit l'option choisie, la formule de calcul doit être mentionnée dans l'accord d'intéressement et les paramètres utilisés doivent être définis avec suffisamment de précision pour être rendus compréhensibles aux yeux des salariés. Pour renforcer cette obligation, l'article L 441-2 du C. Trav. dispose que les accords d'intéressement ou leurs avenants doivent être conclus et déposés dans des délais stricts, de façon à ce que les résultats ou autres éléments servant de base au calcul des primes, ne soient pas connus au moment de la conclusion de l'accord.

Le législateur a prévu un système d'information du personnel et de vérification des modalités d'exécution de l'accord d'intéressement³⁰² (C. Trav. art. R 441-3 et C. Trav. art. L 441-2 et 441-3).

²⁹⁹ Cass. Soc., 11 juin 1998, n°2993 P : *Bull. civ.* V, n°318 ; *RJS* 1998, n°1035

³⁰⁰ Cass. Soc. 12 déc. 1996, *Droit Social*, février 1997, p.208, obs. Jean Savatier.

³⁰¹ Voir à ce sujet, P. MAILLARD, *Intéressement, Participation, Actionnariat*, Paris, Delmas, 1998, 2^{ème} édit., p.58.

³⁰² Le contrôle est effectué soit par le comité d'entreprise, soit par une commission spécialisée créée par lui, soit, à défaut, par les délégués du personnel (dans les entreprises qui ne sont pas obligées d'avoir un comité d'entreprise). Les conditions dans lequel ces organes interviennent, ainsi que les procédures prévues pour régler les différends ne sont pas prévues par la loi; elles doivent être négociées dans l'accord.

2-1-4. Nature juridique de l'intéressement

L'intéressement possède une nature ambivalente : alors que, légalement, il ne s'assimile pas à une rémunération (il s'agit d'une participation aux bénéfices), il partage certaines caractéristiques communes avec cette dernière. Selon l'article L. 441-4 du code du travail, les sommes versées en vertu d'un accord d'intéressement n'ont pas le caractère de rémunération pour l'application de la législation du travail et de la sécurité sociale et elles ne peuvent se substituer à aucun élément de celle-ci. Elles n'entrent donc pas en ligne de compte pour le calcul des prestations et droits attachés au salaire (indemnités de licenciement, calcul du SMIG...). L'intéressement n'est pas passible de cotisations sociales mais, pour le travailleur, il est soumis à l'impôt sur le revenu. Dans le chef des entreprises, les primes d'intéressement sont fiscalement déductibles et ne sont pas soumises aux cotisations patronales de sécurité sociale. Cependant, l'intéressement est, comme le salaire, garanti par l' 'assurance garantie des salaires' (AGS) en cas de faillite de l'employeur³⁰³ et la jurisprudence le traite de la même manière que le salaire, en ce qui concerne la prohibition des discriminations en situation de grève³⁰⁴ et en ce qui concerne le maintien des revenus du salarié élu conseiller prud'homme³⁰⁵.

Le principe de non-substitution est fondamental. La Cour de Cassation en fait d'ailleurs une interprétation très stricte : le salaire soumis au principe de non-substitution comprend tous les éléments de rémunération, quelles que soient les modalités de leur attribution et même si leur versement n'est pas obligatoire pour l'employeur³⁰⁶. Il trouve toutefois une exception spécifique, introduite par la loi de 2001 : les réductions de salaires liées à un accord de réduction du temps de travail conclu avant le 20 février 2001 (C. Trav. art. L. 441-4). Faisant suite à la position de l'administration³⁰⁷ selon laquelle le principe de non-substitution ne fait pas obstacle à ce qu'une réduction de

³⁰³ Depuis la loi du 27 décembre 1973, il existe un mécanisme d'assurance contre le risque de non-paiement du salaire. La matière est reprise à l'article L. 143-11-1 à 9 du Code du Travail.

³⁰⁴ Soc.6 nov.1991, *J.C.P.* 1992, n°21806, note Savatier, *Bull.* V, n°71.(la suppression de la prime d'intéressement au détriment des grévistes est illicite).

³⁰⁵ Crim 4 janv. 1991, *Bull.* n°9.

³⁰⁶ Cass. Soc 13 avr. 1995 : *RJS* 1995, n°543. Dans un arrêt de 1998, la Cour souligne : en relevant que, pendant vingt années consécutives, l'employeur a versé à son personnel une prime d'association égale à un mois de salaire, puis en 1989, une nouvelle prime d'association réduite complétée par une prime exceptionnelle pour atteindre un mois de salaire et, qu'à partir de 1990, première année d'effet de l'accord d'intéressement, elle n'a versé que la prime d'association réduite, le juge a fait ressortir la relation existant entre la suppression ou la réduction de la prime d'association aux résultats en vigueur dans l'entreprise et la conclusion de l'accord d'intéressement. En l'espèce, la question posée était celle de savoir si l'intéressement s'était substitué ou non à la prime d'association, de sorte que celui-ci ne pouvait pas bénéficier de l'exonération de cotisations sociales [Cass. Soc. 29 oct. 1998, *RJS* 1998, n°4305].

³⁰⁷ Voir à ce sujet la Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, *J.O.* 17 mai 1995.

salaire liée à un accord de réduction du temps de travail sans diminution du taux horaire, ni suppression d'un élément de la rémunération, intervienne en même temps qu'un accord d'intéressement, la nouvelle loi prescrit que le principe de non-substitution ne s'applique pas lorsque les sommes sont distribuées en application d'un accord d'intéressement conclu, modifié ou prévu avant le 20 février 2001, dans le cadre d'un accord de réduction du temps de travail fixant la durée du travail à un niveau au plus égal à 35 heures hebdomadaires. L'objectif de cette disposition est de 'valider' les accords d'intéressement conclus pour compenser les diminutions salariales consécutives à la négociation des accords de réduction du temps de travail, dans un contexte de gel des rémunérations.

2-2. La Participation Légale

Obligatoire pour les entreprises³⁰⁸ employant habituellement au moins 50 travailleurs pendant minimum 6 mois au cours de l'exercice³⁰⁹, le mécanisme de la 'participation légale' ouvre aux salariés un véritable droit sur les bénéfices dégagés au cours de l'exercice³¹⁰. Les entreprises concernées sont, en effet, tenues de faire bénéficier leur personnel d'une participation aux résultats, les sommes ainsi attribuées étant soumises à une indisponibilité temporaire pendant cinq ans. L'objectif visé par le législateur est double. D'une part, il s'agit d'inciter les travailleurs à la productivité en leur octroyant un droit - s'ajoutant au droit à recevoir une rémunération - à recevoir une quote-part des richesses générées par la firme qui les emploie, c'est-à-dire les bénéfices non distribués mais réinvestis par cette dernière. D'autre part, il s'agit d'encourager les investissements productifs, soit à l'intérieur de l'entreprise elle-même (autofinancement), soit dans le cadre du marché financier.

³⁰⁸ Depuis le 19 février 2001, le régime de la participation s'applique également aux unités économique et sociale reconnues soit par convention ou accord collectif, soit par décision de justice. Depuis 1970, la jurisprudence considère, en effet, que des sociétés juridiquement distinctes ayant une même direction et présentant une communauté d'intérêts peuvent être regardées comme constituant une « unité économique et sociale » assimilable à une entreprise pour l'application de la législation relative à la représentation du personnel et à la représentation syndicale.

³⁰⁹ La participation légale reste facultative pour les entreprises de moins de 50 salariés. Mais les entreprises qui décident librement d'y recourir bénéficient d'incitants fiscaux. Elles peuvent constituer, en franchise d'impôt, une provision pour investissement. Le taux de cette provision est de 50% des sommes portées à la réserve spéciale de participation (CGI art. 237 bis A II 1).

³¹⁰ Le système de la « participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise » rebaptisé, en 1986, « participation des salariés aux résultats de l'entreprise » a été créé par une ordonnance du 17 août 1967. Voir à ce sujet, notre section historique.

2-2-1. Caractéristiques

La participation présente quatre points communs avec l'intéressement: elle n'est pas substituable à la rémunération, elle a un caractère collectif et aléatoire et elle donne lieu à négociation entre les partenaires sociaux. Intéressement et participation ne sauraient toutefois se confondre; cette dernière étant obligatoire, indisponible pendant 5 ans et calculée selon une formule minimale. Le caractère obligatoire de la participation vaut uniquement pour les entreprises d'une certaine taille, c'est-à-dire celles employant habituellement au moins 50 salariés. Il vaut également pour les entreprises constituant une unité économique et sociale reconnue soit par convention ou accord collectif, soit par déclaration de justice et employant habituellement au moins 50 salariés³¹¹.

Deux remarques peuvent être faites. D'une part, le caractère obligatoire ainsi que le mode de calcul (cfr. infra) de la participation font que cette dernière est assimilée à une sorte de 'taxe sur les salaires'. D'autre part, le système n'est pas fondé sur un principe d'accumulation financière. Il s'agit d'offrir aux travailleurs une 'rétribution' calculée à partir d'indicateurs comptables et non à partir de la valeur financière de la société. Toutefois, comme nous le montrerons dans la suite de cette section, le principe d'indisponibilité des sommes issues de la participation fait que ces dernières peuvent être temporairement investies sur les marchés financiers, cet investissement pouvant prendre la forme d'un portefeuille d'actifs diversifiés ou d'un actionnariat salarié.

2-2-2. Mise en œuvre et intervention des partenaires sociaux

Comme en matière d'intéressement, l'intervention des partenaires sociaux est requise: la participation doit obligatoirement être mise en œuvre par voie d'accord collectif³¹². A défaut d'accord, un régime légal subsidiaire s'applique. Ce régime subsidiaire est désincitatif car il prévoit une durée plus longue de blocage des sommes issues de la

³¹¹ Assujetties à l'obligation de participation, les entreprises constituant cette unité économique et sociale, ont deux possibilités pour se mettre en conformité avec la législation : soit elles négocient un accord de participation unique au sein de l'unité ainsi reconnue (l'article L. 442-4 dernier alinéa impose alors un calcul de la réserve de participation par entreprise et une répartition des sommes entre tous les salariés employés dans les entreprises composant l'unité), soit chaque entreprise négocie son propre accord, tous les salariés devant être couverts.

³¹² La loi prévoit aussi les modalités relatives aux accords de groupe.

participation, à savoir huit ans au lieu de cinq (C. Trav. Art L 442-12). Les modalités de conclusion des accords sont semblables à celles prévues pour les accords d'intéressement (C. Trav. art. L 442-2 à L.442-10). Elles dérogent donc également au droit commun des conventions collectives.

Une fois signés, les accords de participation doivent être déposés à la direction départementale de l'emploi et du travail et de la formation professionnelle (DDTEFP) du lieu de leur conclusion.

A l'instar de ce qui a été fait pour l'intéressement, la loi du 19 février 2001 est venue renforcer le caractère collectif du mécanisme : d'une part, celle-ci doit être inscrite à l'agenda de la négociation annuelle obligatoire au niveau de l'entreprise et d'autre part, au niveau de la branche, les conventions collectives doivent désormais – pour pouvoir être étendues – comporter des dispositions supplémentaires relatives à la participation légale.

2-2-3. Calcul de la participation

Le montant de la participation - qui constitue, dans les comptes de l'entreprise, la 'Réserve Spéciale de Participation (R.S.P)³¹³ - se calcule au moyen d'une formule complexe élaborée à partir du bénéfice net fiscal, de la provision pour investissement, des capitaux propres, de l'ensemble des salaires bruts et de la valeur ajoutée³¹⁴. Les avantages ne peuvent toutefois pas excéder un des quatre plafonds suivants: la moitié du bénéfice net comptable, le bénéfice net comptable diminué de 5% des capitaux propres, le bénéfice net fiscal diminué de 5% des capitaux propres, la moitié du bénéfice net fiscal. (C. Trav. art. L442-6). La raison d'être de ces limites est simple: il s'agit de réserver aux actionnaires une rémunération d'au moins 5% des capitaux investis.

La formule reprise dans le code du travail constitue un minimum légal. Les entreprises ont donc la possibilité de pratiquer une participation plus généreuse, à condition que les principes généraux posés par la loi soient respectés: caractère collectif et aléatoire de la

³¹³ Les sommes issues de la participation n'étant pas distribuées immédiatement, la loi utilise la dénomination «réserve spéciale de participation».

³¹⁴ Les modalités de calcul de la participation sont relativement techniques. Ce n'est pas le lieu, ici, de rendre compte des différents aspects de cette matière. Soulignons simplement sur le bénéfice fiscal net vise le bénéfice imposable à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun ou à l'impôt sur le revenu et dégagé au titre d'opérations réalisées en France métropolitaine et dans les départements d'outre-mer.

participation, équivalence des avantages³¹⁵, plafonnement de la réserve, lien avec les résultats de l'entreprise ou du groupe, négociation et information des salariés et non-substitution à la rémunération. Le régime dérogatoire doit comporter des avantages au moins équivalents à ceux qui découleraient de la formule de droit commun. Si aucune formule ne réalise l'accord des parties, la formule de droit commun sera d'application.

2-2-4. Répartition et attribution des sommes issues de la participation

Chaque année, l'entreprise affecte à la réserve (RSP) le montant de la participation calculé en fonction des paramètres exposés ci-dessus. Cette somme est alors répartie, c'est-à-dire individualisée, entre les salariés.

Alors qu'auparavant le montant de la participation était réparti au prorata des salaires, la loi du 19 février 2001 a adopté un système se rapprochant de celui qui est prévu pour l'intéressement, à savoir une répartition qui fait appel à des critères généraux et abstraits (C. Trav. art. L 442-4). Le principe d'une répartition proportionnelle au salaire (dans la limite des plafonds légaux³¹⁶) demeure mais les accords de participation peuvent désormais y déroger en prévoyant soit une répartition uniforme, soit une répartition proportionnelle à la durée de présence dans l'entreprise au cours de l'exercice³¹⁷, soit une répartition retenant conjointement ces deux critères. Depuis 1990, les partenaires sociaux peuvent également introduire dans l'accord de participation une notion de 'salaire plancher individuel', de façon à éviter que certains salariés ne bénéficient d'un montant trop faible de participation.

Le code du travail impose un blocage temporaire des droits constitués au profit des salariés : les sommes issues de la participation ne sont exigibles ou négociables³¹⁸ qu'à

³¹⁵ L'équivalence des avantages doit être apprécié globalement, exercice par exercice et non, salarié par salarié.

³¹⁶ Le montant des droits susceptibles d'être attribués à un salarié ne peut, pour un même exercice, excéder une somme égale aux trois quarts du plafond annuel de la sécurité sociale (C. Trav. Art. R. 442-6.)

³¹⁷ L'assiduité, en revanche, ne peut pas être prise en compte.

³¹⁸ Les droits exigibles visent les sommes placées en comptes courants bloqués dans les entreprises. Les droits négociables sont ceux placés en actions de Sicav, titres de l'entreprise ou parts de fonds communs de placement d'entreprise.

l'expiration d'un délai de 5 ans à dater de l'ouverture des droits³¹⁹. Cette indisponibilité est obligatoire et aucun salarié ne peut s'en exonérer, même en payant les impôts correspondants. Par ailleurs, c'est elle qui ouvre la porte au mécanisme de l'accumulation financière. En effet, durant la période de blocage, les sommes correspondantes peuvent être confiées à des organismes de gestion extérieurs à l'entreprise qui se chargeront de les investir, temporairement, dans des actifs mobiliers. Nous traiterons plus amplement de cet aspect, dans notre point consacré aux modes de gestion des sommes attribuées aux salariés.

A l'échéance de la période d'indisponibilité, les sommes issues de la participation sont rétrocédées aux travailleurs. Les modalités de ce remboursement sont fonction du mode de gestion de la réserve qui aura été choisi par les bénéficiaires. Ainsi, les sommes qui ont été placées en fonds communs de placement d'entreprise sont, soit remises aux salariés qui en font la demande, soit laissées 'en disponible' dans le fonds, soit remboursées et ensuite réinvesties dans le plan d'épargne d'entreprise³²⁰. Les montants de participation qui ont été placés en comptes courants dans l'entreprise sont remboursés normalement, sauf à changer de nature et à se transformer en prêts à l'entreprise, selon le droit commun. La participation peut éventuellement être versée dans le plan d'épargne d'entreprise, soit en application de l'accord de participation si celui-ci le prévoit, soit par décision individuelle des salariés (art. L 442-5 C.Trav.).

Dans certains cas exceptionnels, le législateur permet aux travailleurs concernés de demander un déblocage anticipé de la participation. Les cas de mise en disponibilité anticipée sont actuellement au nombre de neuf³²¹; ils visent, notamment la cessation du contrat de travail, le mariage de l'intéressé, la naissance d'un troisième enfant, l'invalidité, la création par le bénéficiaire ou son conjoint d'une entreprise, etc. La philosophie qui sous-tend cette technique est très claire: il s'agit d'offrir aux salariés qui se trouvent placés dans une situation exceptionnelle (mariage, création ou reprise d'une entreprise...) ou difficile (divorce, décès du conjoint, surendettement...), la possibilité de toucher immédiatement les sommes qui ont été investies en leur nom.

³¹⁹ Selon les travaux préparatoires, l'utilisation différée des montants issus de la participation permet aux entreprises d'utiliser cette épargne pour réaliser des investissements potentiellement créateurs d'emplois. Elle justifie, en outre, les avantages fiscaux et parafiscaux attachés à la participation (à titre de contrepartie).

³²⁰ A cette occasion, elles sont éventuellement augmentées d'un abondement de l'entreprise.

³²¹ C. Trav. art. R. 442-17.

2-2-5. Nature juridique de la participation

A l'instar de l'intéressement, la participation possède une nature ambivalente.

D'une part, elle s'ajoute au salaire sans s'imputer sur celui-ci et bénéficie, à ce titre, d'un régime fiscal et parafiscal préférentiel.

- Dans le chef de l'employeur, bien que calculée sur le bénéfice, elle n'est pas traitée comme une distribution de bénéfices mais constitue une charge déductible³²² à l'impôt des sociétés³²³.
- Dans le chef des salariés, elle est exonérée³²⁴ de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ainsi que des charges sociales salariales, à l'exception du prélèvement de la 'contribution sociale généralisée' (CSG) et, depuis février 1996, de la 'contribution au remboursement de la dette sociale' (CRDS). Pour être totalement exonérée, elle doit toutefois rester bloquée pendant cinq ans³²⁵.

D'autre part, elle présente certaines analogies avec le salaire : elle est généralement répartie au prorata des rémunérations, la cessation du contrat de travail permet la liquidation des droits constitués³²⁶ et l'AGS intervient pour assurer le paiement des sommes en cas de faillite de l'employeur.

³²² La déduction s'effectue avec un décalage d'une année. En effet, la RSP ne pouvant être constituée qu'après la clôture de l'exercice considéré, les sommes qui lui sont affectées sont déductibles des bénéfices imposables de l'exercice suivant (C. Trav. art. R. 442).

³²³ Sans rentrer dans les détails, signalons également que l'avantage pour l'entreprise - qui est considérable - comporte aussi un avoir fiscal correspondant à une provision pour investissement.

³²⁴ L'exonération ne concerne que les montants inférieurs ou égaux au plafond individuel de la participation répartie au nom de chaque salarié.

³²⁵ Les revenus du capital bénéficient de la même exonération lorsqu'ils sont réinvestis pendant la période d'indisponibilité et dans les mêmes conditions que le principal. L'exonération est maintenue pour tous les produits des placements réinvestis même au-delà de la période d'indisponibilité, tant que le capital de départ et les produits capitalisés restent bloqués et que le salarié ne demande pas la distribution des droits qu'il a acquis.

³²⁶ Dans l'optique de fluidifier la participation financière et de favoriser sa portabilité, la loi de 2001 a toutefois prévu que le salarié qui ne demande pas la délivrance de ses droits constitués au moment de la rupture de son contrat de travail peut désormais demander que les sommes correspondantes soient versées dans le plan d'épargne d'entreprise de son nouvel employeur. Pour faire disparaître tout frein à ce type de transfert, la loi prévoit que, dans ces circonstances, les sommes transférées ne sont pas prises en compte pour l'appréciation du plafond des versements annuels du salarié dans le plan d'épargne du nouvel employeur (C. Trav. art. L. 442-5 et L. 442-7). En cela, le législateur a voulu tenir compte de la mobilité accrue des travailleurs et conforter l'acquisition des droits au-delà de leur présence dans l'entreprise.

2-2-6. Modalités de gestion des droits des salariés

Les dispositions légales relatives à la gestion et aux modalités d'investissement des droits des salariés sont d'un abord assez technique. Pourtant, ce sont elles qui configurent le mode de gouvernance des plans de participation financière en droit français et donc, qui traduisent l'orientation coopérative de ces dispositifs. Comme le régime de gestion des sommes issues de la participation légale est articulé à celui des plans d'épargne d'entreprise, l'analyse de cette problématique sera, pour partie, effectuée dans notre section suivante consacrée aux plans d'épargne. Nous nous bornons, ici, à relever certains éléments spécifiques au régime de la participation légale.

Dans leur accord de participation, les partenaires sociaux peuvent prévoir plusieurs modes de gestion pour le placement des droits issus de la participation, pour autant qu'ils ne créent aucune discrimination en réservant certaines modalités de gestion à telle ou telle catégorie de travailleurs³²⁷. Lorsque l'accord prévoit plusieurs modes de gestion, les salariés doivent se voir accorder un droit d'option leur permettant de choisir, librement, le système qui leur convient. A l'intérieur d'un même mode de gestion, ils peuvent éventuellement se voir offrir différentes options d'investissement. Toutefois, lorsque leurs droits sont placés via un plan d'épargne, l'entreprise peut 'orienter' les choix d'investissement des travailleurs en décidant d'abonder, c'est-à-dire en effectuer des versements complémentaires³²⁸, sur un type de fonds plutôt qu'un autre. Comme nous le constaterons ultérieurement il s'agit, le plus souvent, des fonds orientés vers l'actionnariat salarié.

On distingue deux modes de gestion de la réserve de participation: la gestion interne à l'entreprise et la gestion externe.

³²⁷ On verra, en effet, que, si les droits des salariés sont placés par l'intermédiaire d'un plan d'épargne, il est possible de créer plusieurs fonds communs de placement et d'inciter les salariés, par l'octroi d'un abondement, à verser leur participation dans un des fonds dont les actifs sont constitués par des actions de l'entreprise.

³²⁸ L'abondement bénéficie d'une taxation favorable, mais il est plafonné suivant le type de plan d'épargne dans lequel il est versé.

2-2-6-1. Gestion interne à l'entreprise

La gestion interne est une gestion effectuée au sein de l'entreprise elle-même. Trois modalités spécifiques sont prévues par le législateur.

- (i) La première formule est l'attribution d'actions de l'entreprise. Elle est surtout pratiquée par les sociétés cotées³²⁹. L'entreprise procède soit par création d'actions nouvelles dans le cadre d'une augmentation de capital, soit par rachat d'actions anciennes. Les droits des salariés-actionnaires sont similaires à ceux des actionnaires traditionnels, si ce n'est qu'il ne peuvent disposer des actions durant l'écoulement du délai d'indisponibilité. Ainsi, ils peuvent exercer les droits de vote attachés aux actions qu'ils possèdent mais il leur est impossible de participer à une OPA ou une OPE, un tel acte s'analysant comme un acte de disposition portant sur des droits indisponibles.
- (ii) La deuxième possibilité est l'attribution d'obligations émises par l'entreprise. Un tel mode de placement n'est pas expressément prévu par le code du travail, mais il peut être effectué par le biais d'un fonds commun de placement propre à l'entreprise.
- (iii) La troisième modalité, et la plus fréquente, est le placement en comptes courants bloqués dans l'entreprise, la contrepartie de cette créance devant être affectée, par l'entreprise, à des investissements productifs. Les décisions d'investissement sont entièrement libres dans le chef d'entreprise; elles ne sont soumises à aucun contrôle de la part des salariés³³⁰. Les salariés ont un droit de créance³³¹ égal au montant de leur quote-part et ils perçoivent un intérêt dont le montant est négocié dans l'accord de participation³³².

³²⁹ Une société non cotée éprouvera certaines difficultés pour évaluer et négocier les actions lors du déblocage.

³³⁰ La seule obligation de l'entreprise consiste à informer le comité d'entreprise (C. Trav. art R.442-19).

³³¹ Depuis 1973, l'entreprise est tenue de contracter une assurance destinée à protéger les salariés dans le cas où elle ne pourrait rembourser les créances (redressement, liquidation judiciaire...).

³³² Le taux d'intérêt minimum est de 6%.

2-2-6-2. Gestion externe

La pratique la plus courante consiste à gérer la réserve spéciale de participation via des véhicules de placement extérieurs à l'entreprise. Trois formules de placement sont possibles.

- (i) Le placement en titres de SICAV³³³ est une des formules autorisées. Les salariés détiennent alors individuellement, en fonction de leurs droits, un nombre déterminé de titres de Sicav qui sont conservés par un établissement bancaire. Ils deviennent titulaires d'un portefeuille indivis de valeurs mobilières. Ce mode de gestion est peu utilisé, principalement à cause de la complexité de sa mise en oeuvre. Une des difficultés principales provient de l'absence de coïncidence entre les montants issus de la participation et la valeur des actions de la Sicav au moment où il faut réaliser l'investissement. On sait, en effet, que la 'valeur d'inventaire' ou 'valeur liquidative' de la Sicav est susceptible de varier quotidiennement.
- (ii) L'accord de participation peut également prévoir l'acquisition de parts de 'fonds communs de placement d'entreprise' (FCPE). Les salariés sont alors possesseurs de parts du fonds, leur valeur liquidative étant calculée une fois par mois, en divisant le total de l'actif du fonds par le nombre de parts. Contrairement aux fonds communs de placement classiques, les FCPE sont soumis à des règles spécifiques que nous exposerons dans notre section suivante consacrée aux plans d'épargne.
- (iii) S'il existe un plan d'épargne d'entreprise, les salariés qui ont adhéré au plan peuvent obtenir que les sommes qui leur sont attribuées au titre de la participation soient affectées à ce plan d'épargne. Cette faculté doit leur être ouverte quel que soit le régime prévu par l'accord. Ainsi, si l'accord de participation prévoit l'attribution d'actions de l'entreprise, les salariés qui ont adhéré à un plan d'épargne peuvent obtenir que leur part de la réserve soit, non pas investie en actions de l'entreprise mais versée au compte ouvert à leur nom en application du plan d'épargne et utilisées conformément aux dispositions du plan.

2-3. Les Plans d'Épargne d'Entreprise

Un plan d'épargne d'entreprise (PEE)³³⁴ est «*un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés d'une entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières (actions ou obligations)*»³³⁵. Contrairement à l'intéressement et à la participation, le plan d'épargne est simplement une structure d'accueil de la participation financière qui a pour origine les sommes versées aux salariés dans le cadre de la participation légale ou de l'intéressement, les versements volontaires effectués par les salariés ainsi que les versements complémentaires de l'entreprise (l'abondement). Le PEE est, en fait, un produit de capitalisation offrant aux salariés la possibilité de constituer un capital à leur profit et auquel le législateur a attaché certains avantages fiscaux et sociaux. Il a pour particularité d'avoir une durée minimum de blocage des sommes investies de 5 ans (même si, à l'instar de la participation légale, la loi prévoit des cas de déblocage anticipé).

2-3-1. Caractéristiques et champ d'application

Le plan d'épargne d'entreprise a un caractère collectif; il doit être accessible à tous les travailleurs, sous réserve d'une éventuelle condition d'ancienneté qui ne peut excéder 6 mois. Les droits acquis pour le compte des travailleurs dans le cadre d'un PEE ne peuvent être délivrés qu'à l'expiration d'un délai de 5 ans minimum. Le règlement peut éventuellement prévoir une durée d'indisponibilité plus longue mais, dans tout les cas, les sommes ayant la participation pour origine doivent être placées de manière à ne pas allonger le délai de blocage prévu dans le régime de la participation légale. Le déblocage anticipé des sommes peut être obtenu dans les mêmes conditions que pour la participation³³⁶.

³³⁴ Voir C.Trav. art. L443-1

³³⁵ P. MAILLARD, *op. cit.*, p.203.

³³⁶ Il existe toutefois une différence entre la participation et le plan d'épargne concernant les montants susceptibles d'être remboursés anticipativement. Pour la participation légale, il s'agit des droits nés au titre d'un exercice clos avant la survenance de l'événement générateur tandis que pour le plan d'épargne, il s'agit des versements effectués jusqu'à la date d'apparition du fait générateur.

Les salariés sont individuellement libres de refuser de s'engager dans le plan. Toutefois, si l'accord de participation prévoit le versement de la participation dans le PEE, ils sont tenus d'y investir leur montant de participation durant la période légale de blocage. Les retraités ou pré-retraités peuvent continuer à effectuer des versements volontaires dans le plan d'épargne (C. Trav. art. L443-1 al.2). Par contre, les salariés qui ont quitté l'entreprise pour un autre motif que le départ à la retraite ou à la préretraite ne peuvent plus cotiser. Ils peuvent toutefois y laisser leur argent en franchise d'impôt aussi longtemps qu'ils le veulent³³⁷. Depuis 2001, en vue de faciliter la portabilité des droits issus des différents mécanismes de participation financière, le législateur a autorisé les salariés qui rompent leur contrat de travail à demander que les sommes détenues dans le PEE soient versées dans le PEE de leur nouvel employeur, les périodes d'indisponibilité déjà courues étant prises en compte pour la détermination du délai de blocage chez le nouvel employeur. Chez ce dernier, les montants transférés ne peuvent toutefois donner lieu à des versements complémentaires.

2-3-2. Mise en œuvre et intervention des partenaires sociaux

Toute entreprise³³⁸, quels que soient sa forme ou son nombre de travailleurs, peut constituer un PEE. La mise en œuvre d'un plan d'épargne est facultative et – contrairement aux deux autres systèmes de participation financière – elle ressort de la compétence exclusive de l'employeur, qui est cependant tenu de soumettre le projet de règlement du plan à la consultation du comité d'entreprise ou, à défaut, aux délégués du personnel. L'employeur peut, bien entendu, opter pour un procédé collectif de mise en œuvre. Il choisira alors une des techniques d'accord collectif prévue pour l'intéressement et la participation légale.³³⁹

³³⁷ La loi de 2001 élargit le champ des bénéficiaires du PEE puisque, dans les entreprises dont l'effectif habituel est d'au moins 1 salarié et d'au plus 100 salariés, ce dernier est ouvert aux chefs d'entreprise et aux mandataires sociaux (C. Trav. Art. L. 443-1).

³³⁸ Un PEE peut également être mis en place au sein d'un groupe de sociétés (C. Trav. art. L. 444-3). Dans le silence des textes, il faut supposer que sa mise en œuvre résulte d'une décision des mandataires des sociétés concernées, avec consultation des comités d'entreprise ou à défaut des délégués du personnel de chacune des entités concernées.

³³⁹ Dans un arrêt du 21 novembre 2000, la Cour de Cassation a rappelé que la loi prévoit une pluralité de technique qui sont alternatives, c'est-à-dire que la mise en œuvre du plan d'épargne relève du pouvoir de l'employeur, dès lors que le plan n'a pas été négocié avec le personnel [Cass. soc. 21 nov. 2000, n°98-18.605 FS-P, *Liaisons Sociales*, jurisprudence n°708, p.12 (9 mars 2001).]

La loi de 2001 est venue accentuer le caractère collectif du dispositif du PEE. Elle impose désormais d'insérer le thème de l'épargne salariale dans le champ de la négociation annuelle (du moins en ce qui concerne les entreprises où sont constituées une ou plusieurs sections syndicales) et oblige les partenaires sociaux à poser la question de l'établissement d'un plan d'épargne lors de la négociation d'un accord de participation ou d'un accord d'intéressement. Elle prévoit également un dépôt obligatoire des règlements de PEE à la direction départementale qui en vérifiera la conformité avec les prescrits légaux (ceux-ci n'étaient, jusqu'alors, soumis à aucune formalité administrative).

2-3-3. Nature juridique des sommes issues du plan d'épargne d'entreprise

Comme l'intéressement et la participation légale, l'épargne salariale, bénéficie d'un traitement juridique spécifique.

S'agissant de l'entreprise, celle-ci est autorisée à déduire de son bénéfice imposable³⁴⁰, les versements effectués au titre d'abondement (dans le respect de certains plafonds) ainsi que les frais et commissions engagés à ce titre.

S'agissant des salariés, les versements effectués volontairement ne bénéficient d'aucune exonération, à l'exception de ceux issus de la participation légale et de l'intéressement. En effet, comme nous l'avons relevé précédemment, le plan d'épargne possède un effet défiscalisant à l'égard des sommes provenant de l'intéressement puisque, là où elles sont versées dans un PEE, ces dernières sont exonérées d'impôt sur le revenu, dans les limites du plafond légal (à savoir la moitié du plafond annuel retenu pour le calcul des cotisations de sécurité sociale). La participation affectée à un PEE est, quant à elle, exonérée pour autant que les droits demeurent indisponibles pendant 5 ans. Les versements complémentaires de l'entreprise établis au nom des salariés ('l'abondement') sont exonérés de l'impôt sur le revenu et des cotisations sociales³⁴¹. Ils ne sont pas pris en compte pour l'application de la législation sociale et sont exonérés des taxes perçues sur le salaire, à l'exception de la CSG et de la CRDS³⁴².

³⁴⁰ C.Trav. art. L. 443-8.

³⁴¹ C. Trav. art. L. 443-8. Pour bénéficier de l'exonération, l'abondement devra toutefois respecter les plafonds légaux qui varient en fonction de chaque catégorie de plan. De plus, il ne peut excéder le triple de la contribution annuelle des bénéficiaires.

³⁴² Pour une description détaillée du régime d'application de la CSG aux plans d'épargne d'entreprise et à l'épargne salariale, voir P. MAILLARD, *op. cit.*, p.211.

Les revenus des FCPE et les produits de la gestion réemployés dans le plan d'épargne, sont également exonérés de l'impôt sur le revenu aussi longtemps qu'ils restent dans le fonds.³⁴³ Cette exonération est maintenue même au-delà du délai d'indisponibilité.

Ajoutons que les plans d'épargne ne sont pas soumis à l'impôt sur les plus-values sur les titres de portefeuille dans le cadre des opérations de gestion, ni lors de la revente des parts ni lors des ventes de titres³⁴⁴.

2-3-4. Contribution de l'entreprise au plan d'épargne d'entreprise

On l'a dit, le PEE possède plusieurs sources cumulables d'alimentation. Parmi ces sources, l'aide financière de l'entreprise – qualifiée d'abondement – occupe une place importante. La définition du PEE stipule que l'abondement est une composante essentielle du système : celui-ci est nécessaire pour assurer les avantages fiscaux et parafiscaux du plan. Un montant minimal d'abondement doit donc être prévu dans le règlement du plan. La prise en charge des frais de gestion du plan constitue un minimum légal. Depuis le 19 février 2001, l'abondement est également soumis au principe de non-substitution, lequel ne concernait jusqu'à présent que l'intéressement. Ainsi, l'abondement de l'entreprise ne peut se substituer à aucun des éléments de la rémunération salariale. L'exception relative aux accords de réduction du temps de travail prévue pour les accords d'intéressement n'est pas applicable aux versements effectués dans le cadre d'un plan d'épargne.

Les modalités de calcul de l'abondement et ses conditions d'attribution doivent être précisées dans le règlement du plan, de façon générale et objectivement fixées pour tous. L'article L. 443-7 du Code du Travail exclut toute individualisation. La Cour de Cassation a d'ailleurs rappelé ce principe : « *le caractère collectif du système d'épargne d'entreprise s'oppose à ce que le montant des versements de l'employeur puisse être fixé en dehors de tout critère prédéterminé résultant de l'acte ou de l'accord ayant établi le plan d'épargne d'entreprise* »³⁴⁵. Ainsi, l'attribution de l'aide doit être soumise au respect de critères généraux et abstraits, l'employeur ne pouvant se réserver le choix des

³⁴³ CGI. art. 163 bis B; C. Trav. art. R. 443-10.

³⁴⁴ CGI. art. 92 D.

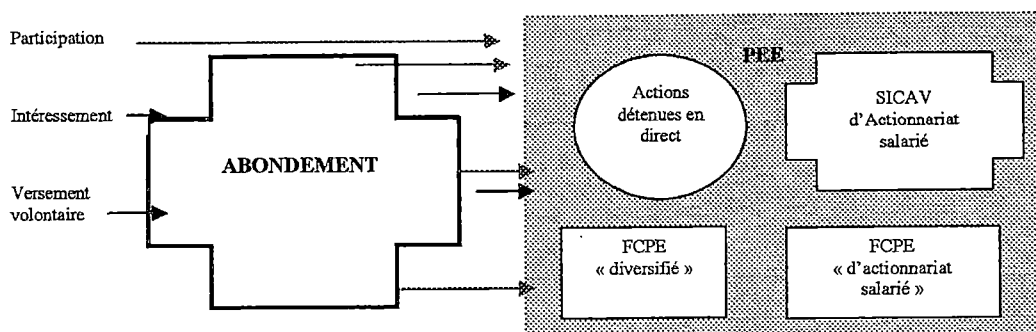
³⁴⁵ Cass. Soc. 12 décembre 1996, *Droit Social*, février 1997, p.208, obs. Jean SAVATIER. Voir aussi l'arrêt n°4040 du 26 octobre 2000 qui souligne que le caractère collectif du plan d'épargne d'entreprise s'oppose à la notion d'un abondement attribué selon les performances individuelles. En l'espèce, l'employeur abondait sur la base de calcul d'une prime de caisse, à hauteur du montant individuel attribué sur la base des performances individuelles (erreurs de caisse).

salariés qui bénéficient d'un abondement. Par exemple, il est interdit de faire varier l'abondement en fonction de critères liés à la personne du salarié tels que l'assiduité, le rendement, l'âge. En pratique, les entreprises, conseillées en cela par les sociétés de gestion de l'épargne salariale, tendent à recourir à des règles d'attribution qui sont fonction de la catégorie socioprofessionnelle de salariés, de la durée des placements (elles souhaitent, par là, encourager l'épargne à plus long terme) ou du type de placements (il s'agit alors d'encourager les salariés qui investissent en actions de leur société). De telles formules ne semblent pas contraires à la règle de généralité à la double condition qu'elles n'excluent aucune catégorie de salariés et qu'elles n'aboutissent pas à une individualisation directe ou indirecte de l'aide financière de l'entreprise.

2-3-5. Modalités de gestion des droits des salariés

L'examen des modalités de gestion des sommes recueillies dans le PEE constitue, incontestablement, le domaine qui traduit le mieux la spécificité du mode de gouvernance de la participation financière privilégié par le droit français. Ce dernier instaure, en effet, des dispositifs institutionnels de gestion collective des sommes attribuées aux salariés fonctionnant sur un mode 'coopératif', les intérêts des travailleurs y étant représentés au travers d'un mécanisme de représentation directe. Pour bien comprendre cet aspect, nous examinons successivement les deux modalités de gestion possibles des sommes recueillies dans un PEE : la gestion individuelle et la gestion collective.

Exemple de schéma général des versements dans un PEE	et des supports de placements qu'il peut contenir
--	---



2-3-5-1. La gestion individuelle

La gestion individuelle peut être utilisée par les sociétés qui souhaitent faire acquérir leurs propres titres aux salariés (C. Trav. art. L 443-3 al.4) ou s'il s'agit d'acquérir exclusivement des titres de Sicav. La loi de 2001 prévoit, par ailleurs, la création d'un nouvel outil financier, la 'Sicav d'actionnariat salarié', spécifiquement destinée à recevoir des placements des salariés en actions de leur société.³⁴⁶

A la différence de la participation légale, le plan d'épargne ne peut pas être géré en comptes courants bloqués au nom des salariés. On se trouve donc bien, ici, quel que soit le mode de gestion choisi, face à une obligation d'investir dans des actifs mobiliers, le plus souvent en capital à risque.

2-3-5-2. La gestion collective.

La gestion collective est la plus courante; elle permet d'investir la totalité de l'épargne salariale en valeurs mobilières et elle permet aussi d'éviter les problèmes liés aux 'rompus'.³⁴⁷ Elle s'effectue sous la forme de 'fonds communs de placement d'entreprise' (FCPE).

Un FCPE est une catégorie particulière de fonds commun de placement réservé aux salariés des entreprises et destiné à recevoir l'épargne des salariés dans le cadre d'un plan d'épargne salariale et à l'investir en valeurs mobilières (et notamment en actions de la société-employeur). Il est créé à l'initiative de l'entreprise et est mentionné dans le règlement du plan d'épargne. Plus précisément, il s'agit d'une copropriété de valeurs mobilières, sans personnalité morale, dont les parts sont émises et rachetées, à la demande des porteurs, sur la base d'une valeur liquidative³⁴⁸. Les parts émises expriment les droits des copropriétaires, chaque part étant obligatoirement nominative et

³⁴⁶ Nous reviendrons sur cet outil dans notre point consacré à l'actionnariat salarié.

³⁴⁷ Une des difficultés majeures de la gestion individuelle provient de la mise en correspondance des montants affectés au PEE et de la valeur des actions ou titres de SICAV acquis au nom des travailleurs qui participent au PEE.

³⁴⁸ Les actifs du FCPE sont valorisés régulièrement et la valeur totale des actifs divisée par le nombre de parts en circulation donne la « valeur liquidative » de chaque part.

correspondant à une fraction des actifs compris dans le fonds. Un FCPE peut être propre à une seule entreprise mais il peut également concerner les salariés de sociétés ayant ou non des liens entre elles; il s'agit alors de FCP multi-entreprises³⁴⁹.

Examinons brièvement les spécificités des FCPE, puisque c'est essentiellement à travers ce dispositif que les travailleurs se voient offrir un droit de regard sur la gestion des droits constitués en leur nom. Trois caractéristiques nous semblent particulièrement importantes; elles ont trait respectivement, à la représentation des salariés-porteurs de parts dans les instances de gestion de l'épargne salariale (a), à la participation institutionnelle des salariés au sein des organes de gestion des sociétés abritant des plans d'épargne (b) et aux contraintes de gestion auxquelles les fonds sont soumis (c).

(a.) La représentation des salariés-porteurs de parts dans les instances de gestion de l'épargne salariale.

Comme tous les fonds commun de placement, les FCPE possèdent un 'conseil de surveillance'. Le conseil de surveillance est chargé de contrôler le fonds ainsi que de représenter les salariés-actionnaires. En effet, les salariés détenteurs de parts du fonds sont indirectement actionnaires des sociétés dont les actions sont détenues par le fonds. A ces actions est classiquement attaché un ensemble de droits, dont le droit de vote aux assemblées générales. Ces droits ne pouvant être exercés par le fonds qui n'a pas la personnalité juridique, la loi a prévu que la représentation du fonds et l'exercice des droits attachés aux actifs détenus seraient exercés par un organe spécifique, le conseil de surveillance. La gestion du fonds est, quant à elle, effectuée par une société de gestion agréée par la 'Commission des Opérations de Bourse' (COB). Celle-ci procède à l'achat des valeurs mobilières suivant la politique de placement définie par le règlement et le conseil de surveillance et elle calcule la valeur des parts. Intervient également un établissement dépositaire - généralement une banque ou une société de bourse - qui exécute les ordres du gérant et vérifie la régularité des décisions de gestion.

S'agissant du conseil de surveillance des FCPE, celui-ci a une composition différente que dans les fonds traditionnels : les représentants des salariés sont présents aux côtés

³⁴⁹ Les FCP multi-entreprises permettent aux sociétés qui les créent de réunir des capitaux beaucoup plus importants et d'optimiser ainsi la gestion des fonds.

de ceux des employeurs. Les dispositions relatives à la composition des conseils de surveillance sont relativement complexes: cette dernière varie en fonction de la nature du portefeuille détenu par le fonds (C. Trav. art L. 443-2).

La loi du 19 février 2001 est venue apporter des modifications notables à ce régime, dans l'optique de simplifier la formule légale antérieure.³⁵⁰ On distingue désormais deux modes de composition, selon que le fonds est orienté vers l'actionnariat salarié ou diversifié.

→ Si le fonds est orienté vers l'actionnariat salarié (C. mon. et fin., art. L.214-40) c'est-à-dire si plus d'un tiers de l'actif est composé de titres émis par l'entreprise (ou toute autre société liée), le règlement³⁵¹ peut opter pour deux modalités de composition du conseil de surveillance : soit exclusivement des représentants des porteurs de parts eux-mêmes porteurs de parts, soit paritaire, c'est-à-dire composé pour moitié de représentants des salariés porteurs de parts et pour l'autre moitié au plus de représentants de la direction. L'entreprise est libre de déterminer la procédure de désignation de ses représentants. La désignation des représentants des porteurs de parts peut, quant à elle, s'opérer de trois manières différentes : par élection (sur la base du nombre de parts détenues par chaque salarié), par choix opéré par le ou les comités d'entreprise intéressés ou par choix effectué par les organisations syndicales représentatives. Le règlement du fonds précise le mode de désignation qui aura été choisi (la plupart du temps, celui-ci est repris dans l'accord de participation ou le règlement du plan d'épargne).³⁵² La présidence du conseil de surveillance revient à un représentant des porteurs de parts.

→ Si le fonds est diversifié (C. mon. et fin., art 214-39), le conseil de surveillance doit être paritaire, c'est-à-dire composé de salariés représentant les porteurs de parts, eux-mêmes porteurs de parts, et, pour moitié au plus, de représentants de l'entreprise.

³⁵⁰ Sans rentrer dans les détails, l'ancienne formule était basée sur une distinction entre deux types de fonds: les fonds 'article 20', à vocation diversifiée et surveillés par un conseil de surveillance paritaire et les fonds 'article 21', à composition exclusivement actionnariale (c'est-à-dire composés uniquement d'actions de l'entreprise) et surveillés par un conseil exclusivement composé de représentants des porteurs de parts.

³⁵¹ Le règlement initial du fonds est établi par le dépositaire et la société de gestion. Il doit comporter un certain nombre de mentions (prescrites par la loi) et être déposé auprès de la COB (qui a d'ailleurs établi un règlement type afin de faciliter la tâche des gestionnaires). Sa modification doit être autorisée par le conseil de surveillance.

³⁵² Par rapport à l'ancienne législation, on constate que le législateur a abandonné la catégorie des fonds *exclusivement* orientés vers l'actionnariat salarié et *obligatoirement* soumis à un conseil composé en totalité de représentants des travailleurs porteurs de parts. Dans la législation actuelle, la composition exclusivement salariale est possible, mais elle doit être expressément prévue dans le règlement du fonds.

Le conseil de surveillance exerce les fonctions suivantes.

- (i) Il choisit le gestionnaire d'actifs.
- (ii) Il assure le contrôle de la gestion du fonds (composition du portefeuille, opération d'achats et ventes de titres, pertinence des décisions de gestion, évaluation des résultats et de la performance, ...) et fixe les grandes orientations de placement. C'est ici que les représentants des travailleurs peuvent proposer d'intégrer des critères éthiques dans la politique d'investissement. Comme nous l'avons vu dans le point 1-4 de notre première section, cette politique a d'ailleurs été préconisée par les quatre grandes centrales syndicales qui ont défini une stratégie visant à orienter l'épargne salariale vers des placements 'socialement responsables' et sécurisés. Le conseil de surveillance n'est toutefois pas habilité à choisir individuellement les entreprises où les fonds doivent être investis, il se borne à imposer au gestionnaire des orientations générales de placement.
- (iii) Il examine le rapport annuel de gestion.
- (iv) Il approuve³⁵³ préalablement les modifications du règlement du fonds.
- (v) Il est chargé d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus.

→ S'agissant des fonds orientés vers l'actionnariat, lorsque la composition du conseil est salariale, c'est-à-dire quand les membres du conseil de surveillance sont exclusivement des représentants des porteurs de parts, le conseil exerce les droits de vote attachés aux titres émis par l'entreprise ou par toute autre société qui lui est liée; il rend compte, en le motivant, de son vote aux porteurs de parts. Lorsque le conseil est paritaire, le principe est le même mais le règlement du fonds peut éventuellement y déroger et prévoir que les droits de vote relatifs aux titres de l'entreprise sont exercés individuellement par les porteurs de parts et, pour les fractions de parts formant rompus, par le conseil de surveillance. Le conseil met alors à la disposition des porteurs de parts les informations

³⁵³ S'agissant du pouvoir de modification proprement dit, il appartient aux personnes chargées de la mise en oeuvre du PEE ou du système de participation. Dans le cas du PEE, il s'agit du chef d'entreprise, avec consultation du comité d'entreprise. Dans le cas de la participation, il s'agit des signataires de l'accord de participation.

économiques et financières portant sur les trois derniers exercices. En cas d'OPA ou OPE, l'apport éventuel des titres est une compétence exclusive du conseil de surveillance mais le règlement peut prévoir des cas où le conseil doit recueillir l'avis des porteurs de parts.

→ Dans les fonds diversifiés, le conseil de surveillance, qui a alors plutôt vocation à agir comme une sorte de comité d'investissement, exerce les droits de vote attachés aux valeurs comprises dans le fonds et décide de l'apport éventuel des titres à une OPA ou à une OPE. Le règlement peut toutefois prévoir que les droits de vote relatifs à ces titres sont exercés par la société de gestion, sauf dans les cas d'OPA ou d'OPE où c'est le conseil de surveillance qui détient la compétence exclusive³⁵⁴. Le règlement du fonds précise les cas où le conseil doit recueillir l'avis préalable des porteurs de parts.

(vi) Il joue un rôle dans l'information des salariés. Il sert de relais entre le chef d'entreprise, la société de gestion et les salariés pour toutes les informations concernant la participation ou le plan d'épargne.

(vii) Sans préjudice des compétences de la société de gestion et de celles du liquidateur, il peut agir en justice pour défendre ou faire valoir les droits ou intérêts des porteurs.

(b.) La participation institutionnelle des salariés au sein des organes de gestion des sociétés abritant des plans d'épargne orientés vers l'actionnariat salarié.

A côté de la représentation au sein des fonds communs de placement, le législateur français a prescrit certaines mesures visant à permettre la représentation des travailleurs dans les instances de gestion des sociétés abritant un plan d'épargne orienté vers l'actionnariat salarié³⁵⁵, que ce soit directement (les salariés possèdent des actions de leur société) ou indirectement (les salariés sont détenteurs de parts de fonds ou de Sicav abritant des actions de la société). Sans rendre la participation institutionnelle des

³⁵⁴ Nous avons évoqué précédemment la raison de cette règle: c'est le conseil de surveillance qui intervient en cas d'OPA ou d'OPE, car les particuliers ne peuvent disposer individuellement de droits indisponibles.

³⁵⁵ C. Comm. Art L. 225-23, L.225-71, L.225-102 et L.225-106; C. Trav. art L. 444-8

salariés obligatoire, le législateur tente de l'encourager en invitant les sociétés à intégrer un ou deux représentants des salariés-actionnaires dans leurs conseils d'administration (ou de surveillance) lorsque ceux-ci détiennent 3 % au moins du capital de la société³⁵⁶. Toutes les sociétés anonymes doivent donc procéder au recensement annuel des salariés-actionnaires afin de déterminer la part de capital détenue par ces derniers. S'il apparaît que le seuil de 3 % est dépassé, une assemblée générale extraordinaire des actionnaires doit délibérer sur une modification des statuts prévoyant la désignation d'un ou deux administrateurs parmi les salariés-actionnaires ou le cas échéant, parmi les salariés membres du conseil de surveillance d'un FCPE détenant des actions de l'entreprise³⁵⁷. Pour éviter que l'entreprise ne se dérobe à cette obligation, la loi de 2001 pose que, si l'assemblée générale ne s'est pas réunie dans les 18 mois suivant la présentation d'un rapport faisant apparaître la proportion du capital représentant les actions détenues par le personnel³⁵⁸, tout salarié-actionnaire peut demander au Président du tribunal statuant en référé d'enjoindre au conseil d'administration ou au directoire de soumettre à l'assemblée générale extraordinaire les projets de modification des statuts³⁵⁹. L'assemblée reste libre de sa décision mais, en cas de réponse négative, la même question devra être repoussée dans un délai de 3 ans maximum. Selon un commentateur, la disposition légale laisse ouverte la question de savoir comment concilier le prescrit imposant la convocation d'une assemblée extraordinaire dès que le rapport annuel établit une participation suffisante du personnel au capital, ce qui amène à poser la question chaque année et celui permettant de repousser cette assemblée à trois ans.³⁶⁰

³⁵⁶ La loi offre également la possibilité aux administrateurs et aux membres du conseil de surveillance représentant les salariés-actionnaires (principalement dans les FCPE) d'effectuer un stage de formation économique de 5 jours dispensé par un organisme figurant sur une liste arrêtée par le préfet de la région.

³⁵⁷ Aucune disposition ne règle le sort de ce mandataire au cas où la participation du personnel au capital vient à redescendre en dessous du plafond légal. De ce point de vue, il faut croire que le régime applicable à leur statut est le même que pour les mandataires sociaux ordinaires.

³⁵⁸ L'art. L. 225-102 du Code de Commerce oblige le conseil d'administration ou le directoire à informer, chaque année, l'assemblée générale des actionnaires de 'l'état de la participation des salariés au capital social au dernier jour de l'exercice. Cette information doit figurer dans le rapport présenté par le conseil à l'assemblée générale. La loi ne prévoit toutefois pas de sanction en cas de violation de cette obligation. Jean Savatier propose d'ouvrir aux salariés une action à titre individuel pour assurer l'obligation prévue par le texte [J. SAVATIER, « La représentation des salariés dans les organes de la société anonyme après le loi du 25 juillet 1994 », *Droit Social*, p. 36 (Janvier 1995)].

³⁵⁹ Notons que le droit commun des sociétés permet à tout groupe d'actionnaires représentants au minimum 5% du capital de requérir l'inscription de projets de résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale.

³⁶⁰ D. GATUMEL, « Participation des salariés aux organes de gestion de la société anonyme », *Juris-Classeur Travail*, Fascicule 27-30, Editions du Juris-Classeur, n°70 (1994). Sur cette question, voir aussi : J. SAVATIER, *op.cit.*, p.37 (Janvier 1995).

Notons que, pour établir la proportion de capital que représentent les actions détenues par les salariés, le législateur a exclu certaines catégories d'actions. Sont ainsi exclues, les actions détenues par des salariés comme fondateurs (ou héritiers des fondateurs) et celles qui auraient été acquises sur le marché, au même titre que les particuliers. Par contre, sont comptabilisées les titres résultant d'un dispositif d'actionnariat salarié initié ou organisé par l'entreprise ou le législateur, à savoir les actions acquises au titre de l'intéressement ou de la participation ou dans le cadre du plan d'épargne, les actions souscrites dans le cadre d'augmentations de capital réservées exclusivement au personnel ainsi que les actions acquises dans le cadre des opérations de privatisation. Le législateur stipule, par ailleurs, que les actions ne seront prises en considération pour le calcul du pourcentage légal que pendant la période d'incessibilité éventuelle. Ce traitement est pour le moins singulier : paradoxalement, se trouvent écartés de la comptabilisation – et donc du mécanisme de représentation institutionnelle – les travailleurs qui manifestent le plus d'intérêt pour la société, c'est-à-dire les travailleurs qui décident librement de conserver leurs actions au-delà du délai d'indisponibilité et ceux ont acquis le statut d'actionnaire en dehors de tout dispositif d'incitation financière.

En pratique, la représentation institutionnelle des travailleurs-actionnaires est peu fréquente. Il ressort d'une enquête menée par la DARES³⁶¹ en 1996 que les trois quarts des entreprises atteignant le quota légal d'actionnariat salarié, ne possèdent aucun administrateur représentant les salariés³⁶². L'enquête fait également apparaître qu'en dépit des obligations légales, les rapports annuels des sociétés n'indiquent pas toujours la proportion du capital que représentent les actions détenues par le personnel. Outre la réticence des directions à l'encontre du partage du pouvoir, il n'est pas certain que les syndicats et les travailleurs soient réellement demandeurs d'une participation institutionnelle plus poussée. Historiquement, et pour diverses raisons qu'il n'y a pas lieu de développer ici, les syndicats ont toujours été hostiles au modèle de la co-gestion. Lorsqu'ils se trouvent impliqués dans les organes de direction des sociétés, ceux-ci prétendent être à la croisée de contradictions préoccupantes, relativement à leur rôle de défense des travailleurs.

³⁶¹ En 1996, la DARES a réalisé, à la demande du Conseil Supérieur de la Participation, une enquête sur l'application du «rendez-vous» obligatoire instauré par la loi du 25 juillet 1994.

³⁶² Avant la Loi de 2001, le seuil à partir duquel la question de la présence d'administrateurs salariés devait être posée était de 5%.

Ce facteur permet peut-être d'expliquer pourquoi le discours sur la participation institutionnelle a surtout été relayé par les fédérations et autres groupements d'actionnaires salariés qui tentent de se forger une identité en s'inscrivant en marge du système traditionnel de représentation collective.

(c.) Les contraintes de gestion

Afin de sécuriser l'épargne des travailleurs, le plan d'épargne doit respecter des contraintes légales de liquidité et de diversification³⁶³, celles-ci ayant été renforcées par la loi du 19 février 2001 et les décrets qui l'accompagnent³⁶⁴. Il n'y a pas lieu de rentrer dans les détails de cette matière techniquement complexe et ayant fait l'objet d'interprétations controversées.

Soulignons simplement qu'afin de garantir les conditions de sécurité dans lesquelles les salariés-épargnants peuvent investir, la loi de 2001 impose aux entreprises ayant mis en place une épargne salariale d'offrir aux salariés au moins une formule de placements diversifiés. Elle prévoit, par ailleurs, que les plans d'épargne ne peuvent détenir plus de 30% de titres émis par un fonds commun de placement à risque ou un fonds commun de placement orienté vers le secteur de l'innovation. Notons aussi que, lorsque les titres de l'entreprise ne sont pas liquides, c'est-à-dire lorsque la société n'est pas cotée, l'actif du FCPE investi en titres de l'entreprise doit comporter au moins un tiers de titres négociables sur un marché réglementé. A défaut, le fonds doit instaurer un mécanisme garantissant la liquidité des valeurs³⁶⁵.

En pratique, l'application de ces règles conduit les entreprises à proposer plusieurs fonds aux salariés qui choisissent en fonction de l'orientation qu'ils désirent privilégier (fonds en actions, fonds diversifiés, fonds en obligations, fonds mixtes, fonds

³⁶³ Voir notamment le Décret n°89-623 du 6 septembre 1989, art. 6, 7, 8, 9 et le Décret n°95-1049 du 20 septembre 1995, *J.O* du 27 septembre 1995.

³⁶⁴ Voir à ce sujet, le Décret n°2001-704 du 31 juillet 2001, *J.O.* du 3 août 2001, p.12565 qui précise et modifie certaines règles relatives à la composition des actifs des organismes de placement gérant les fonds des plans d'épargne d'entreprise. Pour un commentaire de ce décret, voir « L'épargne salariale. Analyse des décrets d'application », *Bulletin Rapide de Droit des Affaires*, n°15-16/2001, 31 août 2001, pp. 12 à 14.

³⁶⁵ Selon l'interprétation dominante, les contraintes de liquidité sont levées à partir du moment où une possibilité de choix entre plusieurs types de placements est offerte aux salariés, au moment où ceux-ci effectuent leurs versements. Pour une analyse plus approfondie du régime de la liquidité, voir P. MAILLARD, *op.cit.*, p.182 à 186 ainsi que « La réforme de l'épargne salariale », *Liaisons Sociales*, jeudi 22 février 2001, p.1.

« actionnariat interne » dont le portefeuille est exclusivement constitué de titres émis par l'entreprise, ...).

2-3-6. Plan d'épargne d'entreprise et actionnariat salarié

Nous avons déjà souligné que, parmi les divers projets d'investissement que le plan d'épargne peut abriter, l'actionnariat salarié occupe une place importante. En juillet 2001, le nombre de salariés-actionnaires tournait autour de deux millions³⁶⁶. Une enquête de 'l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe' montre que près d'une entreprise française sur trois cotée sur un marché réglementé et une société sur deux de l'indice SBF250 possède un actionnariat des salariés. Là où celui-ci existe, les actionnaires-salariés détiennent en moyenne 3,7% du capital de leur entreprise, l'encours des actions détenues s'élevant à près de 40 milliards d'euros, soit 2,7% de la capitalisation boursière des 791 sociétés cotées observées³⁶⁷.

De manière générale, la constitution d'un actionnariat salarié intervient le plus souvent via le dispositif du plan d'épargne d'entreprise, les salariés pouvant choisir entre plusieurs FCPE dont l'un détient exclusivement ou principalement des actions de la société. Comme nous l'avons relevé précédemment, les entreprises ont tendance à encourager la détention de leurs propres actions en 'surabondant' les fonds dédiés à l'actionnariat salarié. Certaines, aidées en cela par des banques, ont même innové en proposant des outils originaux destinés à favoriser la participation au capital tout en limitant le risque des détenteurs. Ainsi, les emprunts à effet de levier permettent aux salariés souhaitant participer à une opération d'actionnariat salarié, de multiplier leur capacité d'investissement, via un système de prêt sans intérêt³⁶⁸. Ce type d'opération, qui a été inauguré en 1993 chez Rhône Poulenc, neutralise la part de risque normalement inhérente aux placements en actions (en cas de baisse ou de faible hausse de l'action, le souscripteur est assuré de retrouver son apport personnel majoré d'un certain taux d'intérêt).

³⁶⁶ *Guide de l'Actionnaire Salarié*, Fédération des Actionnaires Salariés, Indice, Boulogne (2002).

³⁶⁷ « Réalité de l'actionnariat salarié en 2000 dans les sociétés françaises cotées », *Observatoire de l'actionnariat des salariés en Europe* (2000).

³⁶⁸ La banque se rémunère en conservant une partie de la plus-value éventuelle de l'action pendant la durée de l'emprunt.

L'actionnariat salarié bénéficie, en outre, d'un régime légal favorable: en cas d'augmentation de capital réservée aux travailleurs participant à un plan d'épargne, le conseil d'administration ou le directoire peut offrir aux adhérents un rabais³⁶⁹ de 20% au maximum par rapport à la moyenne des cours cotés aux 20 séances de bourse précédant le jour de la décision fixant la date de l'augmentation de capital.³⁷⁰ La formule est plus difficilement praticable pour les sociétés non cotées mais celles-ci peuvent éventuellement recourir à une expertise afin de déterminer la valeur de leurs actions.

La loi de 2001 est venue renforcer l'attractivité du dispositif du mécanisme.

Premièrement, elle autorise la distribution gratuite d'actions aux salariés en cas d'augmentation de capital réservée aux salariés, sous réserve que l'avantage qui en résulte ne dépasse pas l'avantage dont auraient bénéficié les adhérents au PEE si la décote avait été de 20% (C. Trav. Art. L. 443-5). L'avantage ainsi constitué est exonéré d'impôt sur le revenu et de taxe sur les salaires et n'entre pas dans l'assiette des cotisations sociales.

Deuxièmement, lors de toute décision d'augmentation du capital, l'assemblée générale extraordinaire est désormais tenue de se prononcer sur un projet de résolution tendant à réaliser une augmentation de capital dans les conditions de l'article L.443-5 du Code du travail c'est-à-dire une augmentation réservée aux adhérents à un plan d'épargne d'entreprise.³⁷¹ Cette nouvelle disposition légale (insérée dans le code de commerce³⁷²) soulève toutefois des questions quant à son champ d'application. Doit-on considérer que la procédure de l'augmentation de capital réservée s'applique à toutes les sociétés par actions, en ce compris celles qui ne disposent pas de plan d'épargne ? Ou doit-on considérer que seules sont visées les sociétés abritant un plan d'épargne ? A supposé que la dernière alternative soit la bonne³⁷³, l'obligation légale s'impose-t-elle à toutes les sociétés ayant mis en place un PEE ou seulement à celles dont le plan d'épargne est partiellement tourné vers l'actionnariat interne ? En d'autres termes, l'objectif de la loi est-il de proposer automatiquement une formule d'actionnariat salarié aux adhérents au PEE ou d'éviter que ces derniers, lorsqu'ils sont titulaires de titres de leur entreprise, ne

³⁶⁹ Le rabais n'équivaut pas à un abondement.

³⁷⁰ C. Trav. art. L 443-5.

³⁷¹ Cette disposition s'applique également au plan partenarial d'épargne volontaire, qui sera étudié dans notre partie consacrée à l'utilisation de l'épargne salariale à titre d'épargne-pension.

³⁷² C. Com. Art. L.225-129 et L. 225-138.

³⁷³ Il semble, effet, que les augmentations de capital visées par le code du travail ne concernent que les adhérents au PEE, ce qui suppose que le plan préexiste à l'augmentation.

puisse subir une dilution de leurs parts lors des augmentations de capital traditionnelles ?

Troisièmement, le législateur crée une 'Sicav d'actionnariat salarié'³⁷⁴. Il s'agit d'un nouveau type de Sicav, destinée à recueillir les placements des travailleurs en actions de leur société, parallèlement aux fonds communs de placement d'entreprise. En tant que société dotée de la personnalité morale, la Sicav d'actionnariat salarié ne dispose pas d'un conseil de surveillance comme les fonds communs mais d'un conseil d'administration et d'une assemblée générale d'actionnaires qui désigne les administrateurs. Le conseil d'administration exerce les droits de vote attachés aux titres possédés par la Sicav et décide, le cas échéant, d'apporter ces derniers à une OPA ou OPE. Le but visé par le législateur en créant ce nouvel outil est de faciliter la diffusion de l'actionnariat salarié au sein des sociétés ou des groupes internationaux. La forme statutaire de la Sicav est, certes, moins souple que celle du FCPE (désignation des administrateurs, droits de vote, etc.) mais cette forme est plus attractive dans les opérations d'augmentation de capital réservée aux salariés souscrites dans plusieurs pays, car elle est plus fréquemment reconnue par les autorités locales, financières ou fiscales.

2-3-7. Plan d'épargne et PME

La participation financière est principalement le fait des grandes sociétés; elle est peu voire pas pratiquée dans les petites et moyennes entreprises. Les raisons ne manquent pas pour expliquer ce déficit; elles sont d'ordre réglementaire³⁷⁵, structurel, social ou commercial. Il n'y a pas lieu, ici, de développer cet aspect des choses. Relevons simplement que les coûts de gestion administrative et financière de l'épargne salariale sont élevés, qu'à l'insécurité de l'emploi des travailleurs des PME, s'ajoute une moindre capacité à épargner et que la concertation sociale y reste bien souvent rudimentaire.

La nouvelle Loi du 19 février 2001 a tenté de remédier à cet état des choses en introduisant diverses mesures visant à favoriser la diffusion de la participation

³⁷⁴ C. Trav. Art. L. 443-3 et C. mon. fin. Art 214-40-1

³⁷⁵ Pour rappel, les entreprises employant moins de 50 travailleurs échappent à l'obligation légale de mise en œuvre de la participation.

financière, et principalement le mécanisme des plans d'épargne, dans les entreprises de petite taille. Pour ce faire, elle a créé un nouvel outil de participation: le 'Plan d'Epargne Interentreprises' (PEI)³⁷⁶.

Le mécanisme du PEI permet à des entreprises de se regrouper pour instituer un plan d'épargne commun, par accord entre plusieurs d'entre elles ou par accord professionnel ou territorial. Les salariés de toutes les entreprises entrant dans le champ d'application de l'accord pourront effectuer des versements volontaires qui seront abondés, si l'entreprise concernée le souhaite. Précisons que la participation au PEI est offerte à tous les salariés des entreprises appartenant au secteur professionnel ou géographique visé par l'accord, même si ces entreprises n'ont pas adhéré individuellement au plan et ne procèdent donc pas à des versements complémentaires.

Les modes d'alimentation du PEI sont identiques à ceux prévus pour les plans d'épargne d'entreprise. Le PEI peut ainsi recueillir les sommes provenant de l'intéressement, de la participation légale, les versements volontaires des travailleurs et l'abondement des entreprises.

S'agissant de l'affectation des sommes recueillies dans un PEI, ses modalités - qui doivent être prévues dans le règlement du plan - sont globalement les mêmes que celles d'un plan d'épargne classique avec cependant trois particularités.

→ Le règlement du PEI peut prévoir l'affectation des sommes versées dans le plan à un fonds créé dans l'entreprise et destiné au financement d'investissement nouveaux. Les modalités de ce 'prêt à moyen-terme' devront être prévues, par les partenaires sociaux, dans l'accord fixant le règlement du plan. Selon le 'Rapport de janvier 2000 au Premier Ministre sur l'épargne salariale'³⁷⁷, ce 'retour' de l'épargne salariale vers les PME se justifie parce que ces dernières affichent des besoins importants en terme de financement, qu'elles ne peuvent satisfaire adéquatement par appel direct au marché, la petite taille de ces entreprises constituant une barrière à l'entrée.

→ Le règlement d'un PEI ne peut pas prévoir l'acquisition de parts de fonds communs de placement orientés vers l'actionnariat interne. Selon le rapport précité,

³⁷⁶ C. Trav. art L. 443-1-1

³⁷⁷ *Rapport au Premier Ministre* de J-Balligand et J-B. de Foucauld intitulé «l'épargne salariale au coeur du contrat social », Janvier 2000

l'encouragement du 'capital à risque de proximité' ne peut avoir pour corollaire une plus grande vulnérabilité de l'épargne des salariés concernés. Les rapporteurs considèrent que *« l'actionnariat salarié dans les PME ne pouvait pas être affiché au rang de priorité : il est en effet exclu, pour un salarié de PME, de supporter le risque de perdre à la fois son emploi et son épargne, les actions de son entreprise comportant un risque en capital très élevé, par rapport aux actions détenues par les salariés des grands groupes. Ces derniers bénéficient d'ailleurs de formules d'accès à l'actionnariat salarié avec effet de levier, associées avec un taux minimal garanti proche de celui servi par l'assurance-vie. »* Au-delà de cette préoccupation pour le facteur risque, il faut aussi et surtout reconnaître que les PME (qui sont souvent des entreprises familiales) sont particulièrement réticentes à ouvrir leur capital aux travailleurs. L'éventualité que ces derniers puissent, collectivement, devenir des actionnaires de contrôle y rend la question de l'épargne salariale particulièrement sensible.

→ Si le règlement prévoit l'acquisition de parts de fonds diversifiés, ceux-ci ne peuvent détenir plus de 10% de titres non liquides. La *ratio legis* de cette limite est, elle aussi, liée au problème du risque. La fixation d'un ratio supérieur à 10% créerait une mutualisation des risques dérogatoire tant au droit commun des 'organismes de placement collectif de valeurs mobilières' (OPCVM) offerts au public qu'au droit régissant les fonds communs de placement d'entreprise.

III. Les différents usages des dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié en droit français.

Dans cette troisième section, nous évoquons les différents objectifs économiques qui ont été poursuivis au travers des trois dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié. Outre la visée de motivation du personnel, ceux-ci sont au nombre de quatre : l'ajustement des salaires, la création d'une épargne-pension complémentaire, la transmission d'entreprises (notamment les privatisations) et le soutien au secteur de

l'économie solidaire.

Contrairement à la situation américaine, l'actionnariat salarié a joué un rôle relativement mineur dans le cadre des OPA et autres batailles pour le contrôle, à l'exception de la très médiatique OPA hostile tentée par la BNP contre la Société Générale durant l'été 1999. Certes, la technique de l'actionnariat salarié constitue un moyen parmi d'autres de renforcer les fonds propres de l'entreprise en même temps qu'elle favorise l'élargissement du noyau supposé stable des actionnaires. Mais comparativement à l'actionnariat américain, l'actionnariat français est fortement concentré (que ce soit au travers des réseaux de participations croisées ou au travers de l'implication de l'Etat dans les structures dirigeantes des grandes sociétés) et le marché boursier y exerce une moindre influence.³⁷⁸ Par ce fait, les entreprises sont peu exposées aux prises de contrôle hostiles et donc ont moins besoin de mobiliser les plans d'actionnariat salarié à des fins défensives.

3-1. L'utilisation de la participation financière comme variable d'ajustement des salaires

Même si les avantages issus des différentes formules de participation sont légalement non-substituables au salaire et ne reçoivent pas la qualification juridique de rémunération au sens du droit du travail et de la sécurité sociale, ils font désormais partie des 'politiques de rémunération'³⁷⁹ des grandes entreprises. Plusieurs auteurs³⁸⁰ confirment ainsi que, tout en assurant une plus grande motivation du personnel, les mécanismes de participation financière permettent à la rémunération globale de suivre au plus près les évolutions du marché et qu'ils favorisent la constitution progressive d'un salaire d'efficience flexible selon les variations de la conjoncture. Si la fraction de

³⁷⁸ Depuis le début des années 90, on constate toutefois que le marché financier joue un rôle accru dans le financement des entreprises françaises, ce qui entraîne certains changements au niveau des modes de gouvernance. Voir à ce sujet, W. LAZONICK & M. A. O'SULLIVAN, « Le rôle du marché boursier dans les systèmes nationaux de gouvernance d'entreprise : les changements actuels en France envisagés dans une perspective comparative », in M. AGLIETTA (responsable scientifique), *Régimes de Gouvernement d'Entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, Rapport de Recherche pour le Commissariat Général du Plan (Septembre 2001).

³⁷⁹ Nous entendons ici le terme de rémunération dans un sens large, c'est-à-dire comme recouvrant l'ensemble des paiements, quelque soit leur nature (primes, avantages en nature, remboursement de frais, indemnité, intéressement, participation, etc.), octroyés en échange ou à l'occasion d'un travail ou d'un service et ce, même si ces sommes ne participent pas, sensu stricto, de la nature juridique de la rémunération salariale.

³⁸⁰ J.-L. BEFFA, R. BOYER & J.-P. TOUFFUT, *op.cit.* (Juin 1999) et *op.cit.* (12 décembre 1999) ; D. VAUGHAN-WHITEHEAD, *Intéressement, Participation, Actionnariat – Impacts Economiques dans l'entreprise*, Paris, Economica, pp. 1-307 (1992).

la rétribution concernée par ces dispositifs demeure encore relativement faible, il fait peu de doute que la plupart des contrats salariaux des années 90 et 2000 supposent une prise de risque des salariés plus importante que par le passé. Dans certaines entreprises, la participation financière est même devenue un enjeu du conflit salarial³⁸¹. Selon Xavier Ragot et Jean-Philippe Touffut qui ont effectué une étude empirique sur l'évolution du système de rémunération du groupe Saint-Gobain, *« il ressort des statistiques que le plan d'épargne, l'intéressement et la participation permettent de réduire l'augmentation directe des salaires tout en accroissant la rémunération totale quand les résultats des entreprises le permettent. Ces trois instruments de partage des bénéfices contribuent à redonner aux salariés une partie de la valeur ajoutée que les années de restructuration ont confisquée »*³⁸² Ce constat est confirmé par Sabine Montagne et Catherine Sauviat qui ont analysé les comportements de gestion de la main-d'œuvre de quelques grandes entreprises françaises face à la mondialisation financière. Elles montrent que les trois dispositifs de participation financière sont utilisés par les directions pour compenser le manque de perspectives salariales, accentué par le gel des salaires lié à la négociation sur les 35 heures. *« Après vingt années de rigueur salariale et de restructurations, lisible dans la baisse relative des salaires dans le partage de la valeur ajoutée, l'intéressement et le plan d'épargne d'entreprise permettent un partage des bénéfices en faveur des salariés, au détriment des augmentations de salaire. Ce choix répond globalement à la volonté des responsables d'entreprise de stabiliser la part fixe du salaire afin d'en développer la part variable. Il correspond également de leur part au choix d'en faire un instrument de motivation et de sensibilisation des salariés aux résultats de l'entreprise et à l'évolution de son cours de bourse. »*³⁸³

³⁸¹ L. apROBERTS, T. COLIN, B. FRIOT, J-M. PERNOT, P. VOLOVITCH, « Retraite et Epargne salariale: les initiatives d'entreprises », *Rapport financé par le MiRe et la Caisse des dépôts et Consignations*, pp.1-140 (juillet 2000)

³⁸² X. RAGOT & J-P. TOUFFUT, «Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'Année de la Régulation*, vol.2., p. 139 (1998).

³⁸³ S. MONTAGNE & C. SAUVIAT, « Rapport final pour la DARES sur les comportements de gestion de la main-d'œuvre de quelques grands entreprises françaises face à la mondialisation financière », *Institut de Recherches Economiques et Sociales*, p. 87 (Juillet 2000).

3-2. L'utilisation de la participation financière à titre d'épargne-pension complémentaire

Le régime français de retraite, contrairement au régime américain, se caractérise par la prééminence de dispositifs organisés par les pouvoirs publics et fonctionnant selon une logique de solidarité et de répartition (ces dispositifs sont complétés, le cas échéant, par une épargne-retraite complémentaire³⁸⁴ de nature professionnelle³⁸⁵ ou individuelle). Ces dernières années, pour diverses raisons liées à des facteurs démographiques, économiques ou structurels, le besoin s'est toutefois fait ressentir de compléter le régime actuel par des mécanismes fondés sur la capitalisation. Il n'y a pas lieu de rentrer plus avant dans ce débat complexe qui nous éloignerait de notre objet d'étude. Nous voudrions simplement souligner que, dans ce contexte, les mécanismes de participation financière – et plus spécifiquement les plans d'épargne d'entreprise – sont progressivement considérés comme des vecteurs possibles d'une épargne-retraite complémentaire. Dans son 'Rapport sur la sécurité sociale' de septembre 1999, la Cour des Comptes fait écho à cette évolution et l'explique au moyen de trois arguments.³⁸⁶ En premier lieu, elle relève que peu de salariés disposent d'un régime de retraite supplémentaire d'entreprise, alors qu'ils sont nombreux – un gros tiers – à bénéficier de formules de participation financière. Elle constate que, s'appuyant sur le paritarisme et la négociation collective, ces formules semblent susciter un fort degré de satisfaction auprès des salariés. En deuxième lieu, elle souligne les qualités propres de ce type d'épargne, en particulier les plans d'épargne d'entreprise, qui combine souplesse et attractivité (notamment, grâce au mécanisme de l'abondement pris en charge par les entreprises). Selon elle, il suffirait de peu de chose pour transformer un PEE en fonds de pension: que l'échéance ne soit plus fixée en nombre d'années mais à la date de départ à la retraite. Enfin, en troisième lieu, elle soutient que les mutations contemporaines du rapport salarial, impliquant une part croissante des revenus sous la forme d'actifs financiers³⁸⁷, laissent supposer que l'épargne salariale sera importante à l'avenir, ce qui

³⁸⁴ On peut définir de manière conventionnelle l'épargne-retraite complémentaire comme l'ensemble des placements spéculatifs et de prévoyance à long terme constitutifs d'un patrimoine destiné à générer un revenu après la cessation de l'activité professionnelle, à l'exclusion des revenus issus du régime public obligatoire.

³⁸⁵ La constitution d'une épargne-retraite dans un cadre professionnel peut se faire soit via l'entreprise, soit par le biais de fonds de pension catégoriels.

³⁸⁶ Cour des comptes, *Rapport annuel au Parlement sur la sécurité sociale*, septembre 1999.

³⁸⁷ Elle relève que la période contemporaine témoigne d'une croissance du taux d'épargne financière des ménages (2% du revenu disponible brut des ménages en 1987-88, 7 à 8% en moyenne entre 1990 et 1997), ainsi que d'une modification de la structure de cette épargne financière au profit de l'épargne longue et stable et au détriment d'actifs liquides et sans risque.

accroîtrait sa faculté à être un vecteur de l'épargne retraite. Dans la pratique, plusieurs sociétés (Total³⁸⁸, Usinor³⁸⁹, Saint-Gobain, Peugeot-Citroën, Rhône-Poulenc et Sagem) ont d'ailleurs entrepris d'organiser une prolongation volontaire de leur formule d'épargne salariale, en demandant à des sociétés de gestion de leur créer des fonds communs de placement d'entreprise où les sommes restent bloquées au-delà du délai légal d'indisponibilité de 5 ans. En général, ces fonds à long terme sont 'surabondés' et sont orientés vers l'actionnariat salarié, les entreprises y voyant une occasion de renforcer et de stabiliser leur actionnariat³⁹⁰.

Récemment, la technique a été réglementée et encouragée par les pouvoirs publics qui, dans une 'loi du 21 août 2003 portant réforme des retraites'³⁹¹, instaure un dispositif d'épargne salariale spécifiquement destiné à financer la période de cessation de l'activité professionnelle des bénéficiaires : le '*plan partenarial d'épargne salariale volontaire pour la retraite*' (PPESVR)³⁹². Le PPESVR est un plan d'épargne salariale-retraite dont la durée d'immobilisation minimale des sommes et valeurs est la date de départ à la retraite. Il est mis en place par accord collectif d'entreprise, interentreprises ou de branche et peut être alimenté à partir des sommes constituées au titre de la participation, de l'intéressement, d'un PEE ou d'un PEI ainsi qu'à partir des versements volontaires du travailleur et de l'entreprise (abondement). L'accord qui instaure un PPESVR doit s'assurer que les salariés ont la possibilité d'opter pour un plan d'une durée plus courte. La sortie du plan se fait 'en rente' mais des possibilités de sortie en capital peuvent être prévues par les partenaires sociaux. Les participants doivent avoir le

³⁸⁸ Chez Total, un accord signé avec les syndicats en 1994 a bouti à la création d'un compte épargne-retraite investi partiellement dans des actions de la société et offrant une sortie possible en capital au terme d'un délai de 10 ans.

³⁸⁹ En 1989, Usinor Sacilor a mis en place un plan d'épargne groupe doté de deux fonds communs de placement dont l'un à long terme (10 ans), abondé par l'employeur, est spécifiquement dédié à la constitution d'une retraite supplémentaire (la gestion de ce plan étant extérieure à l'entreprise).

³⁹⁰ Quelle que soit la formule élaborée, les cas de mise en disponibilité anticipée restent applicables aux salariés qui ont accepté de s'engager dans une formule d'épargne salariale à long terme.

³⁹¹ Loi n°2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites, *J.O.* du 22 août 2003.

³⁹² Plus exactement, la loi de 2003 substitue le PPESVR au '*plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV)*' qui avait été instauré par la loi Fabius du 19 février 2001. Offert au niveau de l'entreprise, du groupe ou à un niveau professionnel ou territorial, ce dernier est un dispositif d'épargne diversifiée, comportant un terme fixe de 10 ans (sauf cas de déblocage anticipé). Partenarial, il ne peut être mis en place que par accord entre les partenaires sociaux. Volontaire, il ne peut être imposé aux salariés, qui demeurent libres d'y adhérer et peuvent dans tous les cas préférer épargner sur un PEE classique d'une durée plus courte. La sortie du PPESV se fait en capital et non en rente, les sommes et valeurs inscrites aux comptes des participants étant délivrées en une seule fois selon des modalités définies par les partenaires sociaux. L'interdiction de toute sorte en rente s'applique par la volonté de conserver au dispositif une logique d'épargne et non une logique de type 'fonds de pension'. Pour le reste, à l'exclusion de quelques dispositions spécifiques, le PPESV est soumis aux mêmes règles que les plans

choix entre trois organismes de placements présentant au moins trois profils d'investissement différents (fonds monétaire, obligataire ou en actions). Les parts de fonds communs de placements acquises dans le cadre du PPESVR doivent obligatoirement être des parts de fonds diversifiés ne détenant pas plus de 5% de titres de la société, de sociétés qui lui sont liées ou de titres non cotés. Le PPESVR ne permet donc pas de favoriser l'actionnariat salarié. Le conseil de surveillance qui assure la gouvernance des fonds communs du PPESVR est paritaire : il est composé de représentants des salariés porteurs de parts (élus ou désignés par les organisations syndicales représentatives) et, pour moitié au plus, de représentants des entreprises. Des avantages fiscaux similaires à ceux octroyés aux plans d'épargne d'entreprise classiques sont attachés au PPESVR : sous certaines conditions, les versements de l'entreprise sont considérés comme des charges déductibles du bénéfice imposable et n'entrent pas en ligne de compte pour le calcul de l'assiette des cotisations sociales. Dans le chef des salariés, les versements complémentaires ne constituent pas des avantages imposables (la rente viagère perçue lors de la sortie est, quant à elle, soumise à l'impôt des personnes physiques).

L'utilisation de l'épargne salariale à titre d'épargne-retraite demeure toutefois controversée. La plupart des syndicats sont hostiles à cette utilisation qui, selon eux, aboutit à un détournement d'objectif (les mécanismes de participation financière ne sont pas conçus comme des mécanismes de retraite complémentaires) et contribue à l'affadissement du régime de retraite par répartition (l'exonération de cotisations accompagnant l'épargne salariale se traduit par un manque à gagner au détriment des régimes publics). Ils soulignent que, même si les sommes générées par la participation financière ont fortement augmenté ces dernières années, les effectifs concernés stagnent et de grandes disparités entre entreprises, secteurs et salariés subsistent encore quant aux montants versés. A cela, s'ajoute la grande sensibilité à la conjoncture de ces formes de rétribution, ainsi qu'en attestent les motifs de non renouvellement de certains accords. Par ailleurs, la question du contrôle et de la formalisation des règles de gestion des sommes épargnées se pose avec une acuité d'autant plus grande que les sommes sont destinées à servir de revenu de remplacement pour la période de cessation de l'activité professionnelle.

d'épargne d'entreprise. Il est obligatoirement complémentaire au plan d'épargne traditionnel: il ne peut être mis en place que si les travailleurs ont la possibilité d'opter pour un plan d'une durée plus courte.

3-3. L'utilisation des dispositifs de participation financière pour réaliser des transferts d'entreprises.

A l'instar de ce qui se pratique aux Etats-Unis, la technique de la participation financière, et plus spécifiquement celle de l'actionnariat salarié, a été utilisée pour réaliser des opérations de reprise d'entreprise par les salariés ou une partie d'entre eux, que ce soit dans le cadre des privatisations ou dans le cadre de simples transferts de propriété (*'workers buyouts'*).

S'agissant, tout d'abord, des privatisations, celles-ci ont indéniablement constitué une étape décisive dans le développement de l'actionnariat salarié. De ce point de vue, la 'loi n°86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations' a joué un rôle important. Cette loi, toujours en vigueur, pose que, lors d'une privatisation avec mise sur le marché, 10% des titres cédés par l'Etat dans le cadre de l'offre publique de vente, doivent être prioritairement réservés aux salariés et anciens salariés (pour ces derniers, à condition d'avoir eu un contrat de travail d'au moins 5 ans). Elle prévoit également une décote pouvant atteindre 20%³⁹³ ainsi qu'une possibilité de distribution d'actions gratuites aux salariés (l'investissement autorisé est toutefois plafonné à un montant équivalant à 5 fois le plafond annuel de la sécurité sociale, soit 136.750 Euros en 2001). Le plus souvent, l'acquisition d'actions se réalise par souscription directe mais, dans certains cas, elle s'effectue via un plan d'épargne d'entreprise (dans ce dernier cas, les règles applicables aux PEE s'ajoutent à celles relatives aux privatisations).

La pratique montre que les privatisations n'ont permis qu'un développement très transitoire de l'actionnariat salarié. A l'exception de quelques sociétés menant une politique active de participation du personnel au capital, le pourcentage de capital détenu par les travailleurs tend à diminuer au fil du temps. Une étude de la 'Direction du Trésor' a montré que dans 11 des 12 sociétés privatisées entre 1986 et 1988, la part du capital détenue par les salariés a diminué passant de 6,6% en moyenne lors de la privatisation à 1,9% au 31 décembre 1995 et, dans 3 des 4 sociétés privatisées entre 1993 et 1994, cette part est passée de 4,3% en moyenne lors de la privatisation à 3,1% à la fin de 1995³⁹⁴. Deux facteurs sont avancés pour expliquer cette tendance. D'une part, certains salariés ont profité des conditions incitatives offertes par la loi pour acquérir

³⁹³ Dans ce cas, les actions acquises sont totalement incessibles pendant 2 ans.

³⁹⁴ Cité par dans le 'Rapport de J. CHERIOUX sur l'actionnariat salarié', *Sénat, Rapport d'information 500 - 98/99- Commission des affaires sociales*

des titres de leur société et les revendre à l'issue de la période blocage pour réaliser une plus-value. D'autre part, l'actionnariat salarié est un actionnariat qui a un effet de dilution mécanique, les salariés-actionnaires ayant tendance, à ne pas exercer leur droit préférentiel de souscription à l'occasion des augmentations de capital, car celui-ci n'est pas assorti des mêmes incitations financières que l'opération d'actionnariat initiale (c'est-à-dire l'opération de privatisation).

S'agissant des reprises d'entreprise effectuées en dehors du processus de privatisation, elles ont fait l'objet, jusqu'à 1996, d'une réglementation assortie d'un régime fiscal favorable³⁹⁵. Au travers d'une procédure privilégiée dénommée 'RES' ('Reprise d'entreprise par les salariés'), le législateur avait introduit un levier fiscal destiné à faciliter le transfert d'entreprise aux travailleurs, grâce à la constitution d'une société holding de reprise ayant vocation à racheter les parts de l'entreprise faisant l'objet de la cession. Le mécanisme de la RES permettait aux salariés repreneurs d'acquérir le contrôle de leur société en échange d'un apport financier minimal, ce dernier étant rendu possible grâce à un endettement à plusieurs niveaux du montage. Il n'y a pas lieu, ici, de rentrer dans les détails de cette technique sophistiquée et complexe qui s'inspire, pour partie, du mécanisme américain des '*leveraged Esops*' évoqué dans notre chapitre précédent. La plupart des opérations de reprise ont toutefois été réalisées en dehors du mécanisme de la RES, raison pour laquelle celui-ci a été abrogé en 1996. Plusieurs facteurs permettent d'expliquer l'échec relatif du régime légal. Ils ont trait, pour la plupart, aux contraintes spécifiques imposées par la loi³⁹⁶. Premièrement, la 'holding de reprise' devait être nouvellement créée et avoir pour objet exclusif le rachat des titres de la société à reprendre, ce qui interdisait le recours à une société existante et imposait d'avoir une trésorerie correspondant strictement aux sommes nécessaires pour réaliser l'opération de reprise. Deuxièmement, les entreprises visées devaient avoir employé au moins 20 personnes au cours des deux années civiles précédant le rachat. Ceci excluait les petites et moyennes entreprises qui sont pourtant particulièrement exposées aux problèmes de succession et de pérennité. Troisièmement, la gestion de la société rachetée devait être assurée par les salariés repreneurs³⁹⁷, ceux-ci devant détenir plus de 50% des droits de vote dans la holding. Aucun des salariés ne pouvait, à titre individuel,

³⁹⁵ Loi n°84-578 du 9 juillet 1984 prise pour favoriser le développement de l'initiative économique supprimée par la loi n° 96-1181 du 30 décembre 1996 de Finances pour 1997.

³⁹⁶ P.DESBRIERES, Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés, Paris, Economica, p. 167-168 (1991)

³⁹⁷ Ceux-ci devaient donc exercer des fonctions de gérant ou de président du conseil d'administration ou du directoire.

détenir directement ou indirectement 50% au plus des droits de vote attachés au titres de la holding. Cette condition a paru excessive dans le cas de reprises de sociétés à capital très dilué où une participation minime suffit à procurer le contrôle aux travailleurs. Elle a également été perçue comme problématique là où un groupe limité de travailleurs (le plus souvent des cadres) se proposait d'effectuer la reprise.

3-4. L'utilisation de la participation financière pour favoriser le développement du secteur de l'économie 'solidaire'.

Dans le point 1-4 de notre première section historique, nous avons évoqué les différentes initiatives syndicales qui ont été prises ces dernières années pour orienter les dispositifs de participation financière vers des choix d'investissement 'socialement et éthiquement responsables'. Nous avons vu, notamment que s'est créé en 2002 un comité intersyndical d'épargne salariale ayant vocation à labelliser les offres d'épargne salariale en fonction de leur caractère 'socialement responsable'.

La loi de 2001 apporte une reconnaissance et un soutien à ce type de démarche. Tout d'abord, en stipulant que l'épargne salariale fait désormais partie du champ de la négociation collective obligatoire³⁹⁸, elle incite les organisations syndicales à s'engager sur ce terrain et à formuler des propositions précises sur le sujet. Ensuite, elle autorise, voire encourage, les partenaires sociaux à utiliser une part limitée des sommes issues de la participation financière pour mener des actions de solidarité. Plus exactement, elle associe un incitant fiscal au versement des sommes issues de l'épargne salariale dans des fonds communs de placement d'entreprises solidaires, dénommés par la loi « fonds solidaires », mis en place dans le cadre d'un PPESVR (ces derniers abritent des sommes qui, rappelons-le, sont immobilisées jusqu'au départ à la retraite des bénéficiaires). Les FCPE sont des fonds autorisés à effectuer des investissements, pour une part comprise entre 5 et 10% de leurs actifs, soit directement dans une entité solidaire, soit dans un organisme financier intermédiaire qui a développé des produits dédiés à l'économie solidaire. Le législateur incite les entreprises à abonder plus fortement ce type de fonds

³⁹⁸ Voir à ce sujet nos développements précédents.

en instaurant une provision pour investissement en franchise d'impôt au taux de 35% des versements complémentaires. A cet effet, sont considérées comme entreprises solidaires, celles qui répondent aux deux critères cumulatifs suivants (C. Trav. art. L. 443-3-1)³⁹⁹ :

- Premier critère : ne pas avoir de titre de capital admis aux négociations sur un marché réglementé, ce qui exclut les sociétés cotées en bourse.
- Second critère (il se subdivise en deux branches d'une alternative) : soit employer des salariés connaissant des difficultés d'insertion, soit revêtir une forme juridique particulière en étant constitués sous forme d'association, de coopératives, de mutuelles, d'institutions de prévoyance ou de sociétés dont les dirigeants sont élus directement ou indirectement par les salariés ou par les sociétaires.

Pour éviter toute spéculation fiscale et un effet d'aubaine nuisible au développement du secteur solidaire, les titres acquis doivent être conservés pendant deux ans au moins par le fonds.

IV. Conclusion

L'objet de ce second chapitre était de mettre en lumière la spécificité de la configuration institutionnelle de l'actionnariat salarié en droit français et plus spécifiquement le mode de gouvernance des dispositifs de gestion des sommes attribuées aux travailleurs dans le cadre de l'intéressement, de la participation légale et du plan d'épargne d'entreprise. Nous avons tenté d'identifier un certain nombre de caractéristiques traduisant le rattachement de ces dispositifs à un modèle de gouvernance de nature 'partenariale', c'est-à-dire fondé sur des mécanismes de gestion instaurant une coopération entre les différentes parties intéressées (les travailleurs, les managers, les syndicats, les actionnaires.).

L'orientation 'partenariale' des dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié se

³⁹⁹ Les entreprises ainsi définies font l'objet d'un agrément ministériel.

manifeste à un triple niveau.

- Premièrement, ces dispositifs reposent largement sur un mécanisme collectif : à l'exception du plan d'épargne d'entreprise qui peut être instauré unilatéralement par le chef d'entreprise, l'intéressement et la participation légale doivent être mis en place par voie d'accord collectif. Les partenaires sociaux interviennent donc au niveau de leur élaboration et de leur mise en œuvre. La loi Fabius de 2001 est venue renforcer ce caractère collectif en insérant la participation financière dans les thèmes de la négociation annuelle et en soumettant le bénéfice à des critères généraux. S'agissant du plan d'épargne, par exemple, le législateur a expressément stipulé que la modulation éventuelle des sommes versées par l'entreprise ne saurait résulter que de l'application de règles à caractère général qui ne peuvent avoir pour effet de rendre le rapport entre le versement de l'entreprise et celui du salarié croissant avec la rémunération de ce dernier (C. Trav. Art. L 443-7 al.3).
- Deuxièmement, les travailleurs sont représentés dans les instances de gestion des dispositifs de participation financière. Les 'fonds communs de placement d'entreprise', qui sont destinés à recueillir les sommes issues de l'intéressement, de la participation légale et des plans d'épargne, sont administrés et contrôlés par un organe, le conseil de surveillance, composé de représentants des salariés-porteurs de parts. Dans les fonds composés de titres diversifiés, le conseil de surveillance est paritaire (la présidence revenant à un représentant des salariés). Par contre, dans les fonds orientés vers l'actionnariat salarié (plus d'un tiers des actifs est composé de titres émis par l'entreprise), le conseil sera soit paritaire, soit composé exclusivement de représentants des salariés porteurs de parts (si le règlement le prévoit). Si certaines initiatives syndicales en matière de gestion et de contrôle de la participation financière ont déjà vu le jour à la fin des années 60 à la faveur des premières mesures législatives, il faut reconnaître que, jusqu'il y a peu, les travailleurs et leurs représentants étaient restés relativement passifs, se rangeant aux avis des professionnels de la gestion quant aux stratégies d'investissement à mettre en œuvre.⁴⁰⁰ Depuis quelques années toutefois, les organisations syndicales

⁴⁰⁰ Le Rapport du sénateur Jean Chérioux de 1999 et le Rapport sur l'épargne salariale de Jean-Pierre Balligand et Jean-Baptiste de Foulcauld de janvier 2000 attestent de cette passivité [« Rapport de J. CHERIOUX sur l'actionnariat salarié », *op.cit.* (1998/99) & « Rapport au Premier Ministre de J-Balligand et J-B. de Foulcauld sur 'l'épargne salariale au cœur du contrat social' », La Documentation Française, Paris (2000)].

(principalement la CFDT) s'impliquent plus fortement dans ce domaine, notamment en tentant d'orienter les sommes issues des différents dispositifs vers des fonds sécurisés, socialement responsables et contrôlés par les représentants des salariés⁴⁰¹. Au travers de cette démarche, apparaît la possibilité d'une évolution de la gouvernance vers une prise en compte de l'intérêt des travailleurs-actionnaires qui ne se réduirait pas à un intérêt strictement individuel et financier, comme c'est le cas dans le régime américain.

- Troisièmement, le législateur offre aux travailleurs-actionnaires la possibilité d'être représentés dans les instances de gouvernance de l'entreprise. Il invite les sociétés à intégrer un ou deux représentants des salariés-actionnaires au sein du conseil d'administration ou du directoire, lorsque ceux-ci détiennent au moins 3% du capital de la société. Il offre également la possibilité aux administrateurs (ainsi qu'aux membres des conseils de surveillance) représentant les salariés-actionnaires d'effectuer un stage de formation économique de 5 jours dispensé par un organisme spécialisé⁴⁰².

Ainsi, en esquissant une configuration juridique qui introduit certains principes de coopération dans la conception des dispositifs institutionnels de participation financière, le droit français se démarque du modèle individualiste et financier privilégié par le droit américain des Esops que nous avons analysé dans notre chapitre précédent. Indépendamment des critiques qu'on peut lui adresser, la configuration française est intéressante en ce qu'elle fait apparaître l'idée selon laquelle l'articulation des différents intérêts qui composent l'actionnariat salarié peut être organisée en faisant appel à un dispositif coopératif mettant en présence l'ensemble des parties concernées. En cela, elle constitue une alternative au modèle américain qui attribue à un organe unique – le *trustee* – le soin de déterminer, sous le contrôle du juge, quel est l'intérêt des bénéficiaires, celui-ci étant réduit à une dimension individuelle et financière. Au delà de la dimension coopérative que nous avons mise en lumière, plusieurs questions se posent encore. Les dispositifs organisés par le droit français créent-ils les conditions d'une réelle capacité de participation des acteurs intéressés ? Le recours aux seuls acteurs collectifs traditionnels – les syndicats – est-il suffisant pour assurer la représentation des

⁴⁰¹ Le législateur a d'ailleurs fait écho à cette démarche, en incitant les entreprises, par l'octroi d'un avantage fiscal, à abonder des fonds ayant vocation à investir dans des titres de sociétés ou d'entités menant des actions de solidarité.

⁴⁰² La liste des organismes spécialisés est arrêtée par le préfet de la Région.

intérêts des travailleurs ? Ces problèmes n'ont pas pu être traités dans cette thèse ; ils demanderaient une étude approfondie faisant appel à des instruments méthodologiques permettant d'évaluer dans quelle mesure les mécanismes légaux permettent une meilleure interaction des différents acteurs concernés.

DEUXIEME PARTIE

L'APPROCHE CONTRACTUALISTE INCITATIVE

« Les économistes ont reconnu, depuis un certain temps que la théorie néo-classique connaissait de sérieuses limites. Depuis le début des années 60, un grand nombre de travaux tendent à accroître son application en se concentrant sur l'individu comme unité de base économique et en prenant en compte les contraintes imposées par les transactions et les coûts d'ajustement aussi bien que la structure des droits de propriété. »

L. de Alessi⁴⁰³

L'objectif de cette deuxième partie consiste à exposer le modèle contractualiste de l'entreprise, au travers de la théorie de l'agence et de la théorie des droits de propriété. Après une brève introduction visant à mettre en lumière la spécificité de la théorie contractualiste par rapport à la théorie néo-classique standard, nous examinerons successivement la version 'positive' de la théorie de l'agence, l' 'ancienne' théorie des droits de propriété et la version 'moderne' des théorie des droits de propriété, parfois qualifiée de théorie des contrats incomplets⁴⁰⁴. Nous mettrons au jour les hypothèses initiales et la cohérence interne de chacune de ces théories pour ensuite étudier leurs implications en matière de *corporate governance* et d'actionnariat salarié. Nous montrerons que, dans ses différentes versions, l'approche contractualiste apporte un soutien non négligeable à la vision 'actionnariale' de l'entreprise: pour être efficace, la gouvernance de l'entreprise doit être orientée vers la maximisation de l'intérêt des seuls actionnaires. Nous soulignerons les limites de cette approche en déployant deux types d'arguments critiques. D'une part, nous relèverons le caractère problématique de la conception de l'entreprise qui est mobilisée et des solutions proposées en terme d'aménagement des dispositifs de gouvernance. D'autre part – et cette critique est intimement liée à la précédente, nous montrerons que l'approche contractualiste

⁴⁰³ « Property Rights, Transaction Costs and X-Efficiency », *American Economic Review*, 796 (1983), cité en traduction par P-Y GOMEZ, *Le Gouvernement de l'entreprise*, Paris, InterEditions, 140(1996).

⁴⁰⁴ Cette dénomination nous semble toutefois inadéquate car d'autres travaux, comme par exemple la théorie des coûts de transaction, peuvent être qualifiés d'approches en terme de contrats incomplets.

mobilise une conception très forte de la rationalité, une rationalité que nous qualifions de 'computationnelle'.

CHAPITRE 1

ORIGINE ET SPECIFICITES DE LA THEORIE DES CONTRATS

La microéconomie néo-classique standard⁴⁰⁵, que ce soit dans les modèles d'équilibre général ou dans les analyses de marché, demeure dominée par une représentation extrêmement simplifiée de la firme. Elle ne dispose tout simplement pas d'une véritable théorie des organisations. Comme le relève Oliver Hart, « *the neo-classical theory of the firm, although useful, portrays the modern business enterprise in caricature terms. The theory has nothing to say about the key issues of the stakeholder debate (fiduciary duties, board representation, voting rights) since it describes a world without conflicts of interests.* »⁴⁰⁶

Dans le modèle walrasien de l'équilibre, le système des prix est considéré comme le mode privilégié d'allocation des ressources. La conceptualisation de la firme y dérive des caractères essentiels du modèle :

- la recherche des conditions de l'équilibre en situation de concurrence et d'information parfaite et pour un état donné des techniques ;
- l'hypothèse de rationalité parfaite des agents ;
- l'objectif, pour les firmes, de maximisation du profit ;
- la prééminence de l'analyse de l'échange sur celle de la production.

Dans un tel schéma, l'entreprise est traitée comme une composante de la théorie des prix et de l'allocation des ressources. Elle est analysée comme une fonction de production ayant pour objet de transformer des biens intermédiaires (bien d'équipement et de travail) en biens et services marchands. Elle ajuste ses niveaux de fabrication en fonction d'un indicateur unique : le niveau des prix. Cet ajustement est censé s'opérer

⁴⁰⁵ Basée sur le calcul marginaliste, la théorie néo-classique a engendré de nombreux travaux ayant un fort degré de formalisation mathématique. Elle est parfois considérée comme étant la seule approche à avoir un statut scientifique en économie. On comprend dès lors pourquoi nombreux sont ceux qui parlent à son propos de 'la' théorie économique, comme on dit 'la' physique ou 'la' biologie la théorie néo-classique.

⁴⁰⁶ O. HART « The Adequacy of Stakeholder Contractual Protection : an Economist View of Fiduciary Duty », 43 *University of Toronto Law Journal*, 299 (1993).

de manière parfaitement efficiente, l'entreprise disposant d'une connaissance et d'une maîtrise parfaites des techniques disponibles. L'adaptation à l'environnement est mécanique puisque l'entreprise n'a à connaître que les prix des produits et des facteurs, se conformant aux règles du calcul marginaliste⁴⁰⁷, expression supposée de la forme supérieure de rationalité: la rationalité parfaite. Cette rationalité parfaite peut aisément être postulée car la firme fonctionne en l'absence de toute incertitude et dans un environnement simple et inerte.

H. Demsetz⁴⁰⁸ montre que le modèle de coordination sous-jacent à la théorie néo-classique repose sur deux caractéristiques fondamentales: la décentralisation et l'interdépendance. La décentralisation, qui ne doit pas être comprise au sens politique mais économique, est la situation où chaque agent économique (ménages, firmes, etc.) prend ses décisions de manière autonome, compte tenu de ses préférences, de ses ressources et des contraintes technologiques. L'interdépendance est le contraire de l'autosuffisance: une économie d'individus autosuffisants ne pose aucun problème de coordination collective quant à l'affectation des ressources (même si des problèmes peuvent se poser quant à la distribution des richesses). La coordination collective suppose donc l'existence de personnes interdépendantes économiquement les unes par rapport aux autres, la tâche du système des prix consistant précisément à régler ces interdépendances.

L'importance du postulat d'interdépendance est évidente si on compare les deux scénarios suivants:

1. Robinson Crusoe échoué seul sur son île doit décider combien d'eau il peut consommer compte tenu de la quantité d'eau fraîche dont il dispose et du temps qu'il lui faudra pour se réapprovisionner.
2. Des milliers d'individus dans un pays s'approvisionnent en eau auprès de milliers d'individus qui possèdent des puits.

Le premier exemple implique des décisions mais ne demande pas de coordination sociale. La gestion de l'autosuffisance ne possède pas la dimension collective qui motive la théorie néo-classique: la possibilité de conflits ou d'incohérences entre

⁴⁰⁷ L'approche micro-économique standard du comportement en situation d'incertitude suppose que l'agent peut dénombrer l'ensemble des états du monde possibles et leur affecter des probabilités. Il est alors possible de représenter le comportement rationnel de l'agent comme obéissant à un principe de maximisation d'une fonction-objectif, comme dans le cas de la décision en information parfaite.

⁴⁰⁸ H. DEMSETZ, *The Economics of Business Firm-Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press (1995).

l'affectation des ressources telle que la décide Crusoé et celle que décideraient d'autres personnes n'existe pas. Le second exemple, quant à lui, pose un problème significatif de coordination sociale : l'eau est produite en différents endroits par des personnes qui ne se coordonnent pas de façon précise et cette eau est vendue à d'autres personnes qui ne contrôlent et ne planifient pas la production de l'eau de façon consciente. Ce type de problème est précisément celui qui intéresse la théorie néo-classique : quel est le système de coordination collective qui permet de relier la production et la consommation des agents supposés autonomes et d'interdépendants ?

Dans la perspective néo-classique, l'analyse du fonctionnement interne de la firme n'est pas considérée comme importante. Le modèle repose sur les deux « boîtes noires » que sont les ménages et les entreprises ; seuls importent les préférences des agents et le rôle joué par les prix pour coordonner les actions individuelles. Les ménages vendent et achètent des biens et offrent leurs services aux firmes. Les firmes, quant à elles, achètent ou louent les ressources des ménages et produisent des biens et des services qui sont consommés par les ménages. Le modèle ne s'intéresse pas à l'organisation de la production au sein des firmes, tout comme il ne s'intéresse pas aux conflits qui se produisent dans les ménages. La firme néo-classique, parfaitement concurrentielle n'a donc pas besoin d'être une organisation ; c'est le système des prix qui est le seul mécanisme de coordination permettant d'ajuster la production et la consommation. La firme est assimilée à la figure du 'propriétaire-dirigeant-travailleur' et elle se limite à être une unité spécialisée dans la production⁴⁰⁹. En ce sens, elle constitue une véritable boîte noire. Coriat et Weinstein l'expriment sans détour quand ils assimilent la firme issue de la théorie de l'équilibre à un agent sans épaisseur ni dimension - une « firme point » - et un « agent passif » - une « firme automate »⁴¹⁰. Kreps la qualifie d'acteur ayant, comme tout agent individuel, un comportement parfaitement rationnel qui s'exprime dans une fonction objectif : la maximisation du profit en fonction des

⁴⁰⁹ La question de l'entrepreneur n'est donc pas problématisée non plus. A l'exception d'auteurs comme Schumpeter, Knight ou Hayek, la pensée néo-classique du calcul rationnel ne laisse aucune place à l'analyse de l'initiative et de l'innovation, que ce soit dans la gestion interne de la firme ou dans les politiques de marché. L'étude de la fonction entrepreneuriale nécessite, en effet, un relâchement des hypothèses de base du modèle: passage d'un équilibre statique à une vision évolutionniste, meilleure prise en compte de l'incertitude et des problèmes d'information, analyse de la complexité de la structure interne de l'entreprise.

⁴¹⁰ B. CORIAT & O. WEINSTEIN, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris, Livre de Poche, 14 (1995).

contraintes technologiques⁴¹¹. L'analyse de l'intérieur de l'entreprise, qu'il s'agisse des différents acteurs qui la composent ou des conditions concrètes d'organisation de la production n'est pas considérée comme relevante.

Progressivement, les économistes se sont rendus compte de la pauvreté de cette conception simplifiée de la firme. Celle-ci contraste avec la position de l'entreprise comme organisation centrale de l'économie contemporaine ainsi qu'avec la complexité de ses modes d'organisation. Pour rendre compte des propriétés des divers mécanismes et dispositifs que les agents mettent en œuvre pour se coordonner, les économistes ont donc pris distance avec le modèle de la seule coordination par les prix et avec la figure coordinatrice du secrétaire de marché⁴¹². Ce mouvement a donné lieu à une démarche microéconomique destinée à comprendre *« toute la complexité des comportements stratégiques des agents au sein des liens institutionnels qui définissent les possibilités de leur action. »*⁴¹³ La théorie des contrats constitue une des voies principales de ce vaste programme de recherche.

La notion de contrat fournit les bases d'une théorie dans laquelle les dispositifs de coordination résultent des réactions décentralisées et rationnelles des agents. Elle se substitue à la notion de marché walrasien, le système économique étant alors perçu comme un immense réseau de relations contractuelles. Comme le relève Eric Brousseau, *« au-delà de ces enrichissements de la théorie du marché, la notion de contrat permet de fonder une véritable économie de la coordination. On y approfondit la connaissance de la nature exacte des difficultés de coordination, les mécanismes que les agents peuvent créer pour les résoudre ainsi que la manière dont ces mécanismes émergent et évoluent. »*⁴¹⁴ La théorie des contrats – qui est composée de différents

⁴¹¹ D. M., KREPS, *A Course in Microeconomic Theory*, Hemel Hempsted, Harvester Wheatsheaf (1990).

⁴¹² Dans le modèle walrasien, un 'secrétaire de marché' assure sans coût et de manière efficace la détermination du prix d'équilibre en centralisant les offres et les demandes de tous les agents qui interviennent dans l'économie. Les théoriciens des contrats ont bien diagnostiqué le caractère irréaliste de ce modèle : peu de marché sont animés par des secrétaires de marché centralisant toutes les offres et les demandes. Au contraire, les agents économiques se rencontrent individuellement, étudient s'il peut y avoir un gain à l'échange et négocient les termes de ce dernier. Par ailleurs, le marché walrasien ne prend pas en compte les coûts de fonctionnement du marché, c'est-à-dire l'idée selon laquelle il faut dépenser des ressources pour assurer la transmission de l'information et garantir le bon déroulement des échanges.

⁴¹³ B. SALANIE, *Théorie des Contrats*, Paris, Economica, 4 (1994)

⁴¹⁴ E. BROUSSEAU, « De la science du marché à l'analyse économique des formes de coordination », *Les Cahiers Français*, n°272, 56 (1995).

courants⁴¹⁵ - relève de l'individualisme méthodologique, les organisations y étant vues comme le résultat des comportements individuels des agents économiques dans un système décentralisé. Cet individualisme méthodologique est toutefois différent de celui qui prévaut dans le modèle walrasien, dans lequel le système des prix résume toute l'information et permet aux agents de prendre des décisions de manière totalement individualiste. La démarche contractualiste postule, au contraire, que le système des prix ne peut résumer toute l'information et n'est pas suffisant pour permettre aux individus de se coordonner. Les individus sont conscients de leurs interdépendances et se coordonnent via des mécanismes contractuels, issus de leurs accords de volonté.

La notion de contrat de la théorie économique contractualiste possède une extension plus large que la notion de contrat au sens juridique. Eric Brousseau définit le contrat (économique) comme « *un accord par lequel des parties se créent des obligations mutuelles afin de se coordonner, c'est-à-dire rendre leurs actions compatibles et partager le surplus d'utilité ainsi créé.* »⁴¹⁶ Du point de vue économique, les obligations contractuelles sont le résultat intentionnel de la volonté de ceux qui y adhèrent et elles créent des contraintes acceptées par les individus autonomes. Elles sont composées à la fois de règles de comportement et de procédures communes (de décision, de contrôle, etc.) associées, le cas échéant, à l'institution de dispositifs particuliers pour les exécuter. A l'aune d'une telle définition du contrat, adopter une vision contractuelle de l'entreprise, c'est reconnaître que la coordination intra-organisation se résume à une collection d'accords contractuels interindividuels. Confrontés à la diversité des modes de coordination et d'accords régissant les relations dans l'entreprise, les économistes ont toutefois élargi le champ d'extension de l'approche contractualiste en englobant, dans la notion de contrat, deux types de règles structurantes: les règles juridiques et certaines règles collectives servant d'appui aux agents dans leur interactions (routines, savoir-faire, coutumes, etc.)⁴¹⁷. Ces deux types de règles présentent un caractère moins

⁴¹⁵ Voir à ce sujet, E. BROUSSEAU, « Les théories des contrats : une revue », 103 *Rev. Econ. Pol.*, 1-81 (1993).

⁴¹⁶ E. BROUSSEAU, « Théories des contrats, coordination interentreprise et frontières de la firme », in P. GARROUSTE ed., *Les Frontières de la Firme*, Paris, Economica, (1997). La version sur laquelle nous appuyons est téléchargeable sur le site '<http://www.brousseau.info>'. Une définition similaire est offerte par Brousseau et Glachant dans le numéro spécial de la Revue d'Economie Industrielle consacrée à l'économie des contrats : « *Pour un économiste, un contrat est un accord par lequel deux parties s'engagent sur leurs comportements réciproques. Il s'agit donc d'un dispositif bilatéral de coordination.* » [E. BROUSSEAU & J-M. GLACHANT, « Economie des contrats et renouvellement de l'analyse économique », 92 *Revue d'Economie Industrielle*, 23 (2000)]

⁴¹⁷ Ces aspects ont bien été mis en lumière par Antoine Rebérioux, dans la thèse doctorale qu'il a consacrée à la gouvernance d'entreprise [A. REBERIOUX, « Gouvernance d'entreprise et théorie de la

intentionnel : les règles de droit sont imposées de l'extérieur et les règles collectives, si elle ne sont pas imposée de l'extérieur, ne semblent néanmoins pas avoir fait l'objet d'un accord préalable. En guise d'exemple, un accord entre un employeur et un travailleur pour la fourniture, contre rémunération, d'un certain travail est un contrat ; les obligations légales imposant à l'employeur d'assurer la sécurité du lieu de travail sont des règles juridiques ; enfin, la 'norme' consistant à licencier en priorité les derniers travailleurs engagés constitue une règle collective.

S'agissant des règles juridiques, la stratégie – qui est aussi celle de l'analyse économique du droit – consiste à dévoiler la nature contractuelle des règles juridiques en faisant apparaître la libre volonté des parties derrière l'apparente rigidité de la législation. En droit commercial, un exemple bien connu de cette démarche est l'argument avancé par Easterbrook et Fischel quand ils essaient de rendre compte des droits et devoirs fiduciaires du manager : « *Socially optimal fiduciary rules approximate the bargain that investors and managers would have reached if they could have bargained (and enforced their agreement) at no cost.* »⁴¹⁸ De ce point de vue, les droits et devoirs fiduciaires imposés par le droit s'apparentent à un contrat qui aurait pu être le résultat d'une négociation entre parties intéressées dans un monde sans coût de transaction⁴¹⁹.

firme – De la valeur actionnariale à la citoyenneté industrielle », *Thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques*, Université de Paris X-Nanterre (Décembre 2002)]

⁴¹⁸ F. EASTERBROOK & D. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 92 (1993).

⁴¹⁹ Ce raisonnement est directement inspiré du 'théorème de Coase' dans lequel l'auteur tente d'établir une situation idéale par rapport à laquelle il définit l'importance économique du droit. Il construit son schéma de référence en imaginant une situation dans laquelle les effets de richesse sont nuls (les préférences des individus ne varient pas en fonction de leur niveau de richesse). Puis, il admet que dans le monde réel, ces effets existent et il précise alors sa conception du rôle du droit et des tribunaux [R. COASE, « The Problem of Social Cost », 3 *Journal of Law and Economics*, 1-44 (1960)].

S'agissant des règles collectives, la stratégie consiste à les assimiler à des contrats implicites, c'est-à-dire des accords qui ne sont pas légalement exécutoires mais qui déterminent les attentes communes des parties à une relation. Même si ces attentes ne sont pas explicitement formulées, elles apportent un complément important aux accords écrits ou explicites et on considère donc que les agents agissent comme s'ils avaient passé un contrat.

En ce sens, le contrat désigne donc tous les accords interindividuels qu'ils soient écrits ou non, explicites ou implicites

Trois raisons permettent d'expliquer le succès de l'approche contractualiste de la coordination économique.

Premièrement, le contrat apparaît comme un dispositif relativement aisé à étudier et à formaliser. Etant fréquemment envisagé comme bilatéral, il constitue une structure relativement simple pour étudier la coordination entre acteurs.

Deuxièmement, en tant qu'instrument d'analyse, il est en adéquation avec l'individualisme méthodologique puisque qu'il permet d'expliquer les dispositifs de coordination, et principalement les organisations, à partir des comportements individuels.

Troisièmement, et nous reviendrons sur ce point par la suite, l'approche contractualiste s'appuie sur les outils traditionnels de la théorie néo-classique, ce qui lui confère une grande puissance analytique, comme en témoigne sa domination dans divers champs d'application (analyses du marché du travail, des méthodes de réglementation, des organisations, etc.). En effet, un des grands apports de la théorie des contrats est d'avoir généralisé la théorie microéconomique à l'étude des organisations tout en conservant les fondements essentiels : l'analyse des comportements individuels et des relations entre agents par la méthode de l'équilibre, en supposant des préférences stables et sur la base d'une hypothèse de rationalité. Celle-ci a, en quelque sorte, permis d'amener à un niveau supérieur les conclusions de la théorie de l'équilibre général en montrant que l'interaction d'individus libres conduit à un optimum social par le choix des organisations assurant l'efficacité la plus grande pour un état donné de la technique et des préférences, au sens que les néo-classiques donnent à ces termes. Nous verrons que le dépassement de la théorie néo-classique standard se fait en introduisant

l'imperfection de l'information, principalement à travers l'existence d'asymétries d'informations entre agents et les coûts (d'agence, de transaction) qui en résultent.

Le modèle contractualiste est actuellement le modèle dominant en matière de '*corporate governance*'. L'idée force de ce modèle est d'analyser la firme comme un arrangement contractuel visant à faciliter les transactions entre agents, plutôt que comme une entité productive.⁴²⁰ L'utilisation de l'outil analytique qu'est le contrat pour expliquer ce qu'est une firme permet d'appréhender les mécanismes de partage du 'pouvoir' au sein de l'entreprise et d'étudier de quelle manière et par qui elle doit être dirigée. Le modèle de la firme contractualiste est à la fois positif lorsqu'il explique certaines évolutions historiques (naissance de la grande entreprise, nouvelle organisation du travail, etc.) et normatif lorsqu'il indique comment améliorer les performances. P-Y Gomez relève à ce sujet: « *le modèle contractualiste, comme tout modèle, est un système de rationalité : il construit, par la logique de ses arguments, une référence pour justifier ce qui est 'rationnel' en précisant ce qui est à faire et à savoir pour comprendre et diriger une entreprise.* »⁴²¹

La théorie contractualiste repose sur deux piliers : la théorie de l'agence et la théorie des droits de propriété. Ces deux courants théoriques constituent deux approches complémentaires des mécanismes interindividuels de coordination. Bien qu'ils se différencient par certains aspects, ils se complètent pour constituer un modèle contractuel de l'entreprise et de son organisation. Les chapitres qui suivent sont consacrés à l'analyse de ces théories ainsi qu'à leurs implications en matière de *corporate governance* et d'actionnariat salarié.

⁴²⁰ Pour plus de développements sur l'insuffisance de la conceptualisation de la firme dans le modèle de l'équilibre, voir le chapitre I de notre troisième partie consacré à la théorie des coûts de transaction.

⁴²¹ P-Y. GOMEZ, *Le Gouvernement de l'entreprise*, Paris, InterEditions, 141 (1996).

CHAPITRE 2

LA THEORIE POSITIVE DE L'AGENCE

Après avoir apporté certaines précisions conceptuelles, nous exposerons les hypothèses fondamentales qui sont à la base de la théorie positive de l'agence (TPA). Nous aborderons ensuite la représentation de l'organisation et plus spécifiquement de la firme à laquelle elle conduit.

I. Précisions conceptuelles

Selon la définition qu'en donne Eric Brousseau, la théorie de l'agence « *s'intéresse à la mise au point de contrats bilatéraux destinés à résoudre les nombreux problèmes de coordination (aléa moral, sélection adverse, partage du risque, etc.) se posant entre un individu – le principal – et un autre – l'agent – lorsque, premièrement, l'agent a le loisir de choisir un comportement parmi plusieurs possibilités ; deuxièmement, l'action de l'agent affecte le bien-être des deux parties ; troisièmement, les actions entreprises par l'agent sont difficilement observables par le principal.* »⁴²²

La théorie de l'agence a pour objet de définir les moyens de contrôle de la délégation de droit qu'impliquent les contrats. Elle vise à déterminer les solutions les moins coûteuses pour résoudre ou minimiser les conflits portant sur les droits de propriété. La notion de conflit ne doit pas être comprise dans un sens agressif, elle renvoie simplement à l'idée selon laquelle, dans une situation de coopération, les intérêts des acteurs ne coïncident pas toujours. Comme le souligne Gérard Charreaux, « *la théorie de l'agence est avant tout une théorie de la coopération efficace et non du conflit; il n'y a conflit que parce*

⁴²² E. BROUSSEAU, *op.cit.*, 6 (1993)

qu'il y a coopération et perspective de gain mutuel. »⁴²³.

La théorie de l'agence a engendré deux catégories de travaux⁴²⁴. La première est qualifiée de positive - c'est celle dont nous traiterons – et la seconde de normative.

La **théorie normative (ou 'théorie principal-agent')** est plus formalisée et est moins directement intéressée par l'étude des problèmes de gestion⁴²⁵. A partir d'hypothèses portant sur les structures de préférence et d'information des agents et la nature de l'incertitude, cette théorie développe des modèles visant à étudier quels sont les contrats optimaux pour partager le risque entre les agents. Vu le haut degré de formalisation, le cadre retenu est relativement simple et ne retient généralement qu'un principal et un agent, le pouvoir de marchandage étant attribué à la partie qui propose le contrat (le principal)⁴²⁶. Ce paradigme fait appel à une hypothèse forte de rationalité substantielle : les parties signent un contrat complet, c'est-à-dire un contrat qui « *prend en compte toutes les variables qui sont ou peuvent devenir pertinentes pour l'interaction et suffit alors à coordonner les agents.* »⁴²⁷ Ces modèles postulent l'existence d'asymétries d'information entre deux agents en supposant qu'une seule des deux parties détient une information pertinente pour le bon déroulement de la relation.

La **théorie positive de l'agence (TPA)**, quant à elle, vise plus directement la compréhension de la structure et du fonctionnement des organisations. Selon G. Charreaux, la TPA, « *cherche principalement à comprendre les effets des modifications de l'environnement contractuel et des techniques de surveillance et de dédouanement sur la forme des contrats et la survie des organisations.* »⁴²⁸ Trouvant son origine dans

⁴²³ G. CHARREAUX, « La théorie positive de l'agence : lecture et relecture... », *Working Paper*, Université de Bourgogne, FARGO : Research Center in Finance, Organizational Architecture and Governance, 3 (Septembre 1998). Téléchargeable sur www.repec.org.

⁴²⁴ Il existe un clivage assez net entre les milieux de recherche et les publications scientifiques diffusant ces deux catégories de travaux.

⁴²⁵ Les lecteurs intéressés peuvent se reporter aux travaux suivants : M.A. SPENCE & R. ZECKHAUSER, « Insurance, Information and Individual Action », 61 *American Economic Review*, 119-132 (1971) ; S. ROSS, *op.cit* (1973) ; R. GUESNERIE & J-J. LAFFONT, « A Complete Solution to a Class of Principal-Agent Problems with an Application to the Control of a Self-Managed Firm », 25 *Journal of Public Economics*, 329 (1984) ; D. FUDENBERG & J. TIROLE, « Moral Hazard and Renegotiation in Agency Contracts », *Econometrica*, 1279-1319 (1990).

⁴²⁶ Si on suppose au contraire que c'est l'agent qui possède le pouvoir de marchandage, on parle de modèles de signal. Voir à ce sujet, P. CAHUC, *La Nouvelle Microéconomie*, Paris, La Découverte, 124 p. (1993).

⁴²⁷ B. SALANIE, *op.cit* (1994).

⁴²⁸ G. CHARREAUX, *op.cit.*, (Septembre 1998).

un article de 1976 de Jensen et Meckling⁴²⁹, elle combine l'analyse de la structure contractuelle et celle du système des droits de propriété dans le but de démontrer l'efficacité des formes d'organisation économiques et financières caractéristiques du capitalisme contemporain. Plus exactement, la TPA a l'ambition de fournir les bases d'une théorie générale des formes organisationnelles capables d'en expliquer la diversité (firmes entrepreneuriales, managériales, associations à but non lucratif, coopératives, etc.). Elle présente, dans ce but, trois dimensions essentielles sur lesquelles nous reviendrons :

- (i) une vision de la nature des organisations et en particulier des firmes ;
- (ii) l'élaboration de principes d'analyse des formes organisationnelles ;
- (iii) un principe d'explication de la diversité et de la sélection des organisations : vu leur supériorité, les systèmes contractuels libres sont censés conduire spontanément à la sélection des formes organisationnelles les plus efficaces.)

Comme nous le verrons dans notre section suivante, la TPA diffère assez sensiblement de la théorie normative au niveau du type de rationalité supposée : elle fait appel à une conception de la rationalité moins forte que celle qui est sous-jacente à la théorie normative.

II. Les hypothèses fondamentales

2-1. La relation d'agence comme unité de base de l'analyse.

La 'relation d'agence' constitue l'unité d'analyse de base de la théorie positive de l'agence⁴³⁰. Selon la définition de S. Ross, « *on dira qu'une relation d'agence s'est créée entre deux ou plusieurs parties lorsqu'une de ces parties, désignée comme l'agent, agit comme représentant de l'autre désignée comme le principal, dans un*

⁴²⁹ M. C. JENSEN & W. H. MECKLING, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 305-360 (1976). Voir également, M.C. JENSEN, *A Theory of the Firm : Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press (2000). L'autre auteur emblématique de la TPA de l'agence est E. Fama : E. F. FAMA & M. C. JENSEN, « Agency Problems and Residual Claims », 26 *Journal of Law and Economics*, 327-350 (1983a) ; « Separation of Ownership and Control », 26 *Journal of Law and Economics*, 301-326 (1983b).

⁴³⁰ Nous verrons que, dans la théorie des droits de propriété, c'est la structure des droits de propriété qui constitue l'unité de base de l'analyse et, dans la théorie des coûts de transaction, c'est la 'transaction'.

domaine décisionnel particulier. »⁴³¹ C'est toutefois à Jensen et Meckling que l'on doit la définition la plus classique : « *we define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* »⁴³² Les deux auteurs ont une conception très générale de la notion de relation d'agence ; ils considèrent que toute coopération entre agents économiques pose les problèmes caractéristiques d'une relation d'agence et peut être assimilée à ce schéma. Toute coopération implique, en effet, une transaction sur des droits de propriété, entendus au sens large c'est-à-dire comme ayant trait à l'attribution des droits décisionnels résiduels et à l'appropriation des gains résiduels. La relation d'agence est donc consécutive à tout contrat (au sens économique), dès lors qu'il y a transfert contractuel de la prise de décision d'un agent à un autre. Plus largement, on peut même assimiler la relation d'agence à un contrat portant sur la délégation partielle d'un droit de propriété. La relation d'agence est réversible : la coopération implique une contractualisation qui se traduit par une relation d'agence réciproque : chaque acteur est à la fois principal et agent. Parce qu'il y a contrat, il y a échange de droits entre les acteurs. Par exemple, le contrat de travail peut s'analyser soit comme une location à l'entreprise de l'*usus* du droit de propriété du salarié sur lui-même, soit comme une location au salarié de l'*usus* du droit du propriétaire sur ses biens. La représentation de la relation d'agence sera fonction du phénomène organisationnel étudié. Par exemple, s'agissant de l'étude du conseil d'administration des sociétés cotées, l'unité d'analyse peut être la relation d'agence 'actionnaires-dirigeants'⁴³³ mais elle peut aussi s'élargir au faisceau de relations 'actionnaires-dirigeants-salariés-créanciers' ; le conseil d'administration s'expliquant alors en fonction de sa capacité à minimiser les coûts d'agence sur l'ensemble du faisceau relationnel.

⁴³¹ S. ROSS, « The Economic Theory of Agency : The Principal Problem », 63 *American Economic Review*, 134 (1973), cite en traduction par P-Y. GOMEZ, *Le gouvernement de l'entreprise*, Paris, Interédition, 104 (1996). Mentionnons également la définition de Paul Milgrom et John Roberts : « *on est en présence d'une relation d'agence lorsque qu'un individu (l'agent) agit pour le compte d'un autre individu (le principal)* » [P. MILGROM & J. ROBERTS, *Economie, Organisation, Management*, De Boeck Université, 793 (1997)]

⁴³² M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, 308 (1976).

⁴³³ On situe généralement l'origine de l'étude des relations d'agence et des questions qu'elle soulève dans les réflexions d'Adam Smith sur l'inefficience des sociétés par actions dont la direction est confiée à un agent non propriétaire qui, par ce fait, n'est pas totalement incité à gérer au mieux les affaires qui lui sont confiées. Ce problème sera extensivement repris par Berle et Means en 1932 qui consacreront un ouvrage à la relation entre les actionnaires et le gestionnaire-dirigeant des sociétés [A. A. BERLE & G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World (1932)].

2-2. Le modèle de rationalité sous-jacent à la théorie positive de l'agence.

Comme nous l'avons souligné, la TPA trouve son origine dans un article de 1976 de Jensen et Meckling. Dans cet article, fortement marqué par la discipline de la finance de marché, les auteurs postulent un modèle très fort de rationalité, comme c'est d'ailleurs le cas dans de nombreux modèles financiers⁴³⁴. Selon ce modèle que l'on peut qualifier de 'modèle d'anticipations rationnelles', les individus cherchent à maximiser leur utilité et sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais les conséquences des conflits d'agence sur la valeur de leur patrimoine.

Cette conception de la rationalité s'explique, pour partie, par le fait que la TPA s'est fondée sur une notion de la relation d'agence empruntée à la théorie normative principal-agent, elle-même fondée sur une hypothèse de rationalité substantielle. Précisons que Jensen et Meckling interprètent à tort l'hypothèse de '*satisficing*' de H.A. Simon comme une maximisation sous contraintes cognitives après prise en compte des coûts informationnels, alors que Simon tente, au contraire, de formuler une hypothèse de rationalité procédurale (dans un contexte de rationalité limitée) ne reposant pas sur l'optimisation : les individus décident de façon séquentielle et acceptent la première solution qui satisfait un seuil minimal de satisfaction

Par après, Jensen et Meckling (ainsi que d'autres théoriciens de l'agence) ont évolué vers une conception moins forte de la rationalité des agents. Dans un article de 1994 consacré à la 'nature de l'homme'⁴³⁵, les auteurs proposent ainsi un modèle qu'ils intitulent REMM – '*Resourceful, Evaluative, Maximizing Model*' – qui s'inscrit dans le paradigme des approches rationnelles et qui a pour objectif de contribuer à l'élaboration d'une théorie des organisations. Quatre postulats constituent ce modèle :

- les individus se préoccupent de tout ce qui est source d'utilité ou de désutilité (éléments pécuniaires ou non) et sont des 'évaluateurs' c'est-à-dire qu'ils sont capables de faire des arbitrages entre les différentes sources d'utilité et que leurs préférences sont transitives ;

⁴³⁴ Voir à ce sujet, H. SIMON, « Theories of Decision Making in Economic and Behavioral Sciences », 49 *American Economic Review*, 253-58 (1959) ; « Rationality as a Process and as Product of Thought », 68 *American Economic Review*, 1-16 (1978)

⁴³⁵ M. JENSEN & W. MECKLING, « The Nature of Man », 7 *Journal of Applied Corporate Finance*, 38 (1994).

- les individus sont insatiables ;
- les individus sont maximisateurs ; ils sont censés maximiser une fonction d'utilité sous contraintes, ces contraintes pouvant être cognitives et les choix effectués tenant compte des coûts d'acquisition du savoir et de l'information ;
- les individus sont créatifs et savent s'adapter ; ils sont à même de prévoir les changements de leur environnement, d'en prévoir les conséquences et d'y répondre en créant de nouvelles opportunités.

La conception de la rationalité mobilisée dans cet article est une rationalité 'calculatoire' : les individus disposent d'échelles de préférence qui leur permettent de faire des comparaisons à la base des choix et de l'action. Selon l'interprétation qu'en donne G. Charreaux, Jensen et Meckling y retiennent une conception de la rationalité différente de la rationalité néo-classique dans la mesure où ils supposent non seulement que la rationalité est limitée, mais également que les individus ont la capacité d'innover. Selon Charreaux, la rationalité (limitée) qui est aujourd'hui à la base de la TPA « *est assimilée à un comportement conscient et intentionnel. Les actions entreprises par les individus le sont de façon consciente afin d'atteindre des objectifs et en réponse aux stimulations et conditions de l'environnement et en fonction de leurs échelles de préférences subjectives. L'action humaine (et donc les individus) est nécessairement toujours rationnelle ce qui ne signifie pas pour autant que les individus sont omniscients et ne commettent pas d'erreur : la rationalité est limitée.* »⁴³⁶ Charreaux semble toutefois assimiler à tort la rationalité limitée de Jensen et Meckling à celle de Williamson (qui, lui-même, s'inspire de Simon). Indépendamment des critiques que l'on peut lui adresser, la limitation de la rationalité est conçue, chez Williamson, de manière beaucoup plus radicale que chez Jensen et Meckling.⁴³⁷ Chez Jensen et Meckling, la rationalité limitée se résume à une prise en compte des asymétries informationnelles entre les parties et donc l'existence de coûts d'agence *ex ante*. En ce

⁴³⁶ G. CHARREAUX, op.cit, 9 (Septembre 1998) ; voir aussi « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Working Paper*, Université de Bourgogne, FARGO : research center in Finance, Organizational Architecture and Governance 1-57 (Juillet 2002). Téléchargeable sur www.repec.org.

⁴³⁷ Eric Brousseau souligne d'ailleurs à juste titre que « *une des ruptures importantes entre Williamson et les théoriciens de l'agence tient à ce que le premier postule que les individus sont moins rationnels que ne le voudraient ces derniers. Les agents sont incapables de mettre au point un contrat prévoyant le comportement des deux parties, compte tenu de l'ensemble des éventualités que leur réserve l'avenir. C'est la raison pour laquelle les agents économiques conviennent de l'instauration d'un mécanisme de direction ayant pour mission de définir l'attitude à adopter dans le cas où surviendrait un événement non explicitement prévu dans le contrat.* » [E. BROUSSEAU, op.cit., 7 (1993)]. Pour plus de développements

sens, elle reste fidèle aux hypothèses standards de rationalité : elle suppose que chaque partie cherche à maximiser son utilité et qu'elle parvienne à prévoir rationnellement l'effet d'une relation d'agence sur ses résultats futurs.

Le raisonnement poursuivi est le suivant. Vu les problèmes informationnels (cfr.infra, section 2-2-3.) existant entre les parties, il y a peu de chance que leurs intérêts convergent et donc que l'agent agisse spontanément de manière conforme aux intérêts du principal. Ce dernier cherche alors à limiter les divergences en mettant en place un système d'incitations et de surveillance visant à limiter les comportements opportunistes de l'agent. Or, cette surveillance ne peut se faire à coût nul, car elle implique la mise en place de dispositifs de contrôle, de systèmes de transfert de l'information ainsi que l'instauration de mécanismes d'incitation. Par conséquent, la 'résolution' du problème d'agence demande d'opérer une balance entre les coûts supportés par les agents et les coûts de mise en place des systèmes de surveillance. La TPA pose toutefois qu'il est impossible d'éliminer totalement l'ensemble des coûts de contractualisation. En cela, la rationalité est supposée limitée et le contrat qui est le siège de la relation d'agence est qualifié d'incomplet. « *Un contrat incomplet est un contrat dans lequel il y a des 'blancs'; certaines actions ou contingences ne sont pas spécifiées* »⁴³⁸. Cependant, l'hypothèse de rationalité mobilisée par la TPA attribue aux agents des capacités cognitives telles, que les contrats obtenus ne sont pas réellement incomplets. Les parties connaissent la liste exhaustive des états de la nature possibles (même si c'est de manière probabiliste), aucune contingence ne leur étant totalement imprévisible et elles peuvent construire *ex ante* un dispositif contractuel de gouvernance de leur relation qui minimise les coûts de contractualisation. Si une contingence n'est pas prévue dans le contrat, c'est parce que les parties ont estimé qu'il serait trop coûteux de l'inclure (coût de recherche de l'information, coûts de rédaction du contrat, coût de négociation, coût de surveillance et d'incitation etc.). Par exemple, si une contingence est peu probable, le gain d'efficacité obtenu en prévoyant les actions à mettre en œuvre si elle se produit peut s'avérer inférieur au coût de sa prise en compte. Le contrat est qualifié d'« incomplet » car il est signé sans intégrer toutes les contingences possibles. Mais, dans la mesure où elle résulte principalement de l'existence de coûts empêchant les parties d'inclure certaines

sur le modèle de rationalité mobilisé par Williamson, nous renvoyons le lecteur aux développements de notre partie consacrée à la théorie des coûts de transaction.

⁴³⁸ C. CHASERANT, *Rationalité et gestion de l'incomplétude dans les relations contractuelles*, Thèse de doctorat en économie, Université de Paris-X-Nanterre, 24 (2000). Dans un contrat complet, au contraire – comme c'est le cas dans le paradigme normatif principal-agent – toutes les contingences susceptibles d'affecter la relation sont prises en compte.

spécifications trop complexes, cette incomplétude est une incomplétude qui reste fortement inféodée au modèle traditionnel des anticipations rationnelles.

Pour en revenir au modèle REMM, trois précisions méritent encore d'être apportées.

D'abord, contrairement au modèle de l'économie des coûts de transaction⁴³⁹, l'opportunisme n'est pas une hypothèse de base: les sources d'utilité ne sont pas exclusivement pécuniaires (les individus peuvent attribuer de la valeur à des éléments tels que le pouvoir, l'indépendance, l'honneur, etc.) et l'altruisme n'est pas exclu par le modèle (les agents peuvent être mus par la confiance). Cela dit, il existe toujours une possibilité que les agents soient opportunistes, principalement lorsque ces derniers estiment que les gains issus d'un comportement opportuniste sont supérieurs aux coûts induits.

Ensuite, selon le postulat usuel de la théorie des contrats, l'origine des préférences des individus, c'est-à-dire de leurs fonctions d'évaluation, n'est pas précisée. L'autonomie des individus est supposée totale à l'intérieur des contraintes, à savoir les paramètres du calcul. Ainsi, si les normes sociales⁴⁴⁰ sanctionnent les comportements déloyaux, cette sanction n'intervient pas dans la définition de la fonction de préférence, mais dans les contraintes qui enserment les actions et les choix. Contrairement à une théorie comme celle de Douglass North dont nous traiterons dans notre troisième partie, la TPA, si elle reconnaît que les normes sociales sont supposées évoluer (lorsqu'elles imposent des coûts trop élevés), ne développe aucune analyse du statut de ces normes ni du mécanisme qui régit leur évolution.

Enfin, selon l'interprétation qu'en donne Gérard Charreaux, l'évocation par Jensen et Meckling, de la possibilité pour l'individu d'être créatif et de s'adapter témoignent d'une volonté de conférer à la TPA un caractère dynamique qui n'était pas présent dans les contributions initiales, ces dernières s'inscrivant dans un cadre statique et laissant supposer un comportement passif des agents vis-à-vis des mécanismes de contrôle destinés à réduire les coûts d'agence. La reconnaissance du caractère créatif des agents permet de rendre compte de certains comportements par lesquels les agents tentent, activement, de neutraliser certains dispositifs incitatifs ou de contrôle. Une stratégie d'«enracinement», par exemple, est une stratégie active par laquelle un dirigeant entreprend diverses actions pour conserver son poste, ces actions ayant pour but

⁴³⁹ Nous verrons, en effet, que l'hypothèse d'opportunisme est au cœur de l'économie des coûts de transaction.

⁴⁴⁰ Les normes sociales représentent des contraintes qui conditionnent les choix et les actions.

d'accroître le coût de son remplacement pour le principal (les actionnaires). Cette stratégie peut consister dans l'accroissement du coût des contrôles (exemple : obtention de 'golden parachutes') ou dans la réalisation d'investissement idiosyncrasiques, c'est-à-dire des investissements dont la valeur dépend de la présence du dirigeant comme dirigeant.

2-3. Les deux dimensions principales du problème informationnel: l'aléa moral et la sélection adverse

Les problèmes étudiés par la TPA n'apparaissent que là où les intérêts des deux parties sont susceptibles de diverger ;

- (i) il existe des asymétries d'information entre les parties⁴⁴¹ et
- (ii) il y a information imparfaite relativement aux états de la nature⁴⁴² et aux comportements des agents.

La situation la plus fréquente est celle où l'agent en sait plus que le principal sur la tâche qu'il doit accomplir. Nous avons vu, dans le point précédent, que ces problèmes informationnels conduisaient à la rédaction d'un contrat incomplet, un contrat complet étant trop coûteux à mettre en place.

Dans la TPA, la coopération entre les parties se polarise autour des deux problèmes que sont la 'sélection adverse' et 'l'aléa moral'. Ces derniers constituent les deux vecteurs principaux de l'incomplétude de l'information.

1. La notion de '**sélection adverse**' (ou anti-sélection) recouvre la situation dans laquelle un individu informé traite avec un autre qui ne l'est pas, la fonction du contrat étant alors de réduire les coûts résultant de cette situation (il s'agit de faire en sorte que les termes du contrat se rapprochent d'un optimum local). Milgrom et Roberts définissent la sélection adverse de la manière suivante. « *Aujourd'hui, la sélection adverse est un problème d'opportunisme précontractuel. Il se pose, d'une part, lorsque, dans une transaction, une des parties détient des informations privées sur des éléments susceptibles d'affecter les bénéfices nets que l'autre partie peut tirer du contrat et, d'autre part, lorsque seuls ceux qui détiennent des informations*

⁴⁴¹ Il s'agit d'une différence dans le degré d'information que possèdent les parties, notamment lorsque cette information est utile à la détermination d'une coopération efficace.

⁴⁴² Il s'agit de l'absence d'une information complète qui apparaît en particulier lorsque les actions d'une des parties ne peuvent pas être observées par l'autre.

privées susceptibles de désavantager considérablement l'autre partie acceptent de contracter. »⁴⁴³ Le problème de la sélection adverse trouve son origine dans les travaux de Akerlof en 1970 qui a mis en lumière les inefficiences résultant de la répartition asymétrique des connaissances sur la qualité des biens: ces asymétries bloquent les échanges et les mauvais produits chassent les bons⁴⁴⁴. C'est le cas, par exemple, dans le marché des voitures d'occasion où seuls les vendeurs ont connaissance de la qualité intrinsèque du produit qu'ils mettent en vente. Si la qualité des voitures mises en vente n'est pas observable par les acheteurs, les vendeurs vont naturellement mettre en vente, au prix de marché, des biens de qualité inférieure. A l'inverse, les acheteurs vont acheter tant qu'ils jugent que la qualité moyenne des biens est égale au prix de marché. Ainsi, même si les acheteurs sont indifférents au risque – puisque de par leurs décisions fondées sur la qualité moyenne (la qualité réelle ne leur étant pas connue) ils sont prêts à acheter un bien de mauvaise qualité – les plans des acheteurs et des vendeurs sont fondamentalement antinomiques. Par conséquent, certains dispositifs doivent être imaginés pour permettre aux agents de s'informer sur la qualité réelle des biens, comme des contrôles techniques obligatoires pour les voitures d'occasion ou l'institution d'une garantie par laquelle le vendeur assume une responsabilité en cas de vices cachés.

2. Le problème de l'**aléa moral** (ou hasard moral) vise, quant à lui, la situation où les participants peuvent entreprendre des actions non observables, affectant le résultat de la décision. Selon Milgrom et Roberts, ce « *terme est aujourd'hui utilisé pour désigner une sorte d'opportunisme post-contractuel qui naît du fait que certaines actions requises ou souhaitées par un contrat ne sont pas directement observables.* »⁴⁴⁵ On comprend alors que ce type d'asymétrie informationnelle – celle résultant d'une distribution inégale de l'information - est particulièrement problématique lorsque le sort de deux agents est lié par contrat : l'agent n'est pas incité à respecter ses promesses parce que son comportement n'est pas observable par le principal, son partenaire⁴⁴⁶. Un travailleur, par exemple, ne sera pas incité à

⁴⁴³ P. MILGROM & J. ROBERTS, *op.cit.*, 794 (1997).

⁴⁴⁴ G.A. AKERLOF, « The Markets for 'Lemons' : Quality, Uncertainty and the Market Mechanism », 84 *Quarterly Journal of Economics*, 488-500 (1970).

⁴⁴⁵ P. MILGROM & J. ROBERTS, *op.cit.*, 781 (1997).

⁴⁴⁶ Même si, on l'a souligné, Jensen et Meckling n'ont pas mis l'hypothèse d'opportunisme au cœur de leur théorie, l'aléa moral résulte bel et bien d'une forme d'opportunisme des agents : ces derniers sont

maximiser son effort s'il perçoit une rémunération mensuelle fixe, totalement indépendante de sa performance. La solution consiste à mettre en place des mécanismes contractuels permettant aux parties d'échanger de l'information et les conduisant à révéler la vérité de manière à minimiser les coûts liés à cette situation. S'agissant du contrat de travail, la TPA a ainsi étudié la mise en place de rémunérations incitatives visant à rétribuer les travailleurs en fonction de leur performance, dans le but d'induire ces derniers à révéler leurs caractéristiques et à en accepter les conséquences.

La prise en considération de ces deux aspects particuliers des problèmes qu'engendre la coopération dans un contexte d'imperfection de l'information, conduit à remettre en cause certains postulats fondamentaux du modèle néo-classique de l'équilibre: l'idée que l'équilibre intervient là où l'offre égale la demande; l'idée qu'à l'équilibre, il y aurait un prix unique; l'idée qu'on peut examiner l'efficacité sans se préoccuper de répartition⁴⁴⁷. En ce sens, la TPA propose une nouvelle vision de la coordination, dans laquelle cette dernière ne va pas de soi. Pour la réaliser, les agents doivent signer des contrats qui bornent leur comportement et mettent en place des mécanismes incitatifs et de contrôle basés sur des obligations réciproques. Ces mécanismes varient en fonction des types de problèmes de coordination, mais ils sont tous d'essence contractuelle.

2-4. Les coûts d'agence

La question centrale de la TPA concerne la manière dont les coûts d'agence sont gérés: compte tenu des caractéristiques d'une relation d'agence, quel est le type de contrat qui minimise les coûts d'agence ?

Selon la définition que donnent Coriat et Weinstein, les coûts d'agence sont « *les coûts monétaires et non monétaires, que supportent les deux parties du fait de la nécessité de mettre en place des systèmes d'obligation et de contrôle.* »⁴⁴⁸

suffisamment rationnels pour systématiquement tenter d'exploiter les défauts des arrangements contractuels qu'ils établissent si cela leur permet d'améliorer leur situation personnelle.

⁴⁴⁷ La critique de ce dernier postulat est précisément l'objet du théorème de Coase.

⁴⁴⁸ B. CORIAT & O. WEINSTEIN, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris, Livre de Poche, 95 (1995).

Pour Jensen et Meckling, les coûts d'agence recouvrent trois éléments⁴⁴⁹ :

- (i) Les dépenses de surveillance et d'incitation engagées par le principal pour orienter le comportement de l'agent (exemple : les coûts liés à la mise en place d'un dispositif de rémunération incitative).
- (ii) Les 'coûts d'obligation' ou 'coûts de dédouanement' supportés par l'agent, c'est-à-dire les dépenses qu'il peut être amené à engager pour pouvoir garantir qu'il ne fera pas certaines actions nuisibles au principal ou pour pouvoir dédommager celui-ci le cas échéant (exemple : les coûts d'une assurance responsabilité civile).
- (iii) La perte résiduelle qui correspond à l'écart, inévitable, entre le résultat de l'action effective de l'agent pour le principal et ce qu'aurait donné un comportement idéal de l'agent (c'est-à-dire conduisant à une maximisation du bien être du principal). Dans le cadre asymétrique de la relation principal-agent, la situation idéale correspond au cas où le principal peut disposer sans coût de toute l'information nécessaire sur les compétences de l'agent. Le coût que constitue la perte résiduelle, qui ne correspond pas à une dépense effective, a plutôt le caractère d'un coût d'opportunité et s'interprète plus précisément comme le coût inéluctable de la coordination. L'idée est que la capacité optimisatrice des parties les amène à définir une solution '*second best*' (optimum de second rang), qui présente un niveau d'utilité collective⁴⁵⁰ inférieur à la solution qui pourrait être construite en l'absence d'asymétrie d'information ('*first best*' ou optimum de premier rang).

S'appuyant sur la triple catégorie de coûts d'agence identifiés par Jensen et Meckling, Oliver Williamson conclut au caractère exclusivement *ex ante* des coûts pris en compte par la TPA⁴⁵¹. Cette lecture nous paraît trop restrictive. Certes, dans leur article de 1976, en raison du modèle simplifié et de l'hypothèse de rationalité substantielle qu'ils mobilisent, les auteurs visent essentiellement des coûts *ex ante*. Mais, dans les développements postérieurs de la TPA, les différents coûts d'agence pris en compte possèdent une extension plus large et visent également les coûts *ex post*, c'est-à-dire les coûts post contractuels. Le risque moral, par exemple, induit des coûts d'agence

⁴⁴⁹ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit* (1976).

⁴⁵⁰ La collectivité est ici réduite à l'ensemble des parties au contrat.

⁴⁵¹ O.E. WILLIAMSON, « Corporate Finance and Corporate Governance », 43 *The Journal of Finance*, 567-591 (1988).

postérieurs à la conclusion du contrat puisque l'incertitude informationnelle porte sur le comportement de l'agent. Ce dernier est alors susceptible de fournir une prestation de service de qualité inférieure, en raison de l'ambiguïté du contrat initial ou d'une information insuffisante. Selon G. Charreaux⁴⁵², le risque moral produit des coûts que l'on peut assimiler aux quatre catégories de coûts de transaction *ex post* identifiés par O. Williamson⁴⁵³ : (i) les coûts d'inadaptation du contrat liés à l'évolution de la transaction ; (ii) les coûts de marchandage entraînés par les négociations entre parties pour corriger l'inadaptation ; (iii) les coûts de mise en place et de fonctionnement des structures de gouvernance chargées de régler les conflits et (iv) les coûts de dédouanement supportés par les agents pour assurer la crédibilité de leurs engagements. La rationalité postulée par la TPA implique que les parties tentent d'anticiper ces risques contractuels. On a vu, cependant, que la rationalité limitée et l'incomplétude contractuelle empêchent l'élimination totale des risques. La TPA soutient plutôt que la faculté d'anticipation des parties conduit ces dernières à prévoir, *ex ante* et contractuellement, des mécanismes incitatifs et de contrôle visant à réduire ces risques au maximum, sans toutefois arriver à les supprimer parfaitement. Si c'était le cas, la notion de coût résiduel perdrait tout son sens puisque les actions des parties correspondraient à la situation idéale dans laquelle il n'y a aucun problème informationnel entre les parties.

III. La représentation de l'organisation et de la firme dans la théorie positive de l'agence

La TPA, on l'a souligné, a pour vocation d'établir une théorie générale des formes organisationnelles. Dans ce cadre, elle fournit une vision de la nature des organisations, et en particulier des firmes. Dans cette section, nous aborderons successivement la représentation des phénomènes organisationnels, la vision de l'entreprise et la conception de la sélection des formes organisationnelles sous-jacentes à la TPA. On peut d'ores et déjà relever que, pour la TPA, l'entreprise se présente comme un réseau centralisé de contrats d'agence au centre duquel se trouve un principal qui, étant le

⁴⁵² G. CHARREAUX, *op.cit.*, 16 (Septembre 1998).

⁴⁵³ Voir notamment : O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York Free Press, 21 (1985). Nous traiterons de la problématique des coûts de transaction dans notre partie consacrée à Williamson.

bénéficiaire résiduel de ce que les membres du réseau produisent, a la possibilité de revendre à un tiers l'ensemble du réseau de contrats.

Dans notre chapitre III, nous verrons que cette vision contractuelle de l'entreprise a directement inspiré les solutions qui sont, aujourd'hui, majoritairement proposées en matière de *corporate governance* et d'actionnariat salarié. La question de la *corporate governance* se ramène à celle de la *corporate finance* : comment allouer efficacement entre les managers et les actionnaires les droits de contrôle résiduels, c'est-à-dire le droit de prendre des décisions dans les circonstances non prévues par le contrat initial d'investissement ? L'actionnariat salarié, quant à lui, est analysé comme un contrat incitatif visant à orienter le comportement des travailleurs vers la création de valeur actionnariale, c'est-à-dire visant à aligner les intérêts des travailleurs sur ceux des actionnaires.

3-1. La représentation des phénomènes organisationnels.

Comme le précisent Jensen et Meckling, l'objectif de la TPA est de construire une théorie des organisations : « *our objective is to develop a theory of organizations that provides a clear understanding of how organizational rules of the game affect a manager's ability to resolve problems, increase productivity, and achieve his or her objective.* »⁴⁵⁴

La TPA part de l'hypothèse de conflits d'intérêts entre les individus, ou plutôt de non identité des fonctions de préférence, pour expliquer les organisations comme modes de résolution de ces conflits. On a vu que, dans le modèle proposé par la TPA, les relations interindividuelles sont représentées sous la forme de relations d'agence reposant sur les contrats qui mettent en jeu des droits de propriété : le principal démembre son droit de propriété⁴⁵⁵ sur les actifs impliqués dans la tâche déléguée à l'agent. Par exemple, les actionnaires délèguent le droit de gérer les actifs de la firme au dirigeant, que ce soit parce qu'ils n'ont pas les capacités nécessaires pour accomplir au mieux les tâches de gestion ou parce qu'en vertu du principe de l'avantage comparatif, leurs talents sont

⁴⁵⁴ M. JENSEN & W. MECKLING, « Coordination, Control and the Management of Organizations : Course Notes », *Working Paper 98-098*, Harvard Business School, 8 (1998)

⁴⁵⁵ Le droit de propriété sur un actif doit ici être compris au sens traditionnel c'est-à-dire comme se décomposant en un ensemble de droits : le droit de consommer l'actif (*usus*), le droit d'en recueillir les fruits (*fructus*) et le droit de l'aliéner (*abusus*).

mieux employés ailleurs. Comme le reconnaissent Jensen et Meckling dans leur article de 1976 : « *we focus in this paper on the behavioral implications of the property rights specified in the contracts between the owners and the managers of the firm.* »⁴⁵⁶ Cet accent mis sur les droits de propriété permet de relever la proximité existant entre la TPA et la théorie des droits de propriété – que nous étudierons dans notre chapitre suivant.

Pour représenter les organisations, la TPA ne va toutefois pas s'en tenir aux seuls situations de transferts de propriété. Elle va élargir son champ d'application en s'intéressant aux coûts d'agence générés par toute situation de coopération. « *Agency costs arise in any situation involving cooperative effort by two or more people even though there is no clear-cut principal-agent relationship.* »⁴⁵⁷ A partir du moment où on examine les relations sous l'angle de la coopération, le problème n'est plus uniquement posé en terme de maximisation de l'utilité du principal sous contrainte de satisfaire un seuil minimal d'utilité pour l'agent. Il s'agit plutôt de trouver des mécanismes permettant de maximiser la rente globale issue de la coopération, sachant que chaque acteur cherche à maximiser sa fonction d'utilité et à s'approprier la part la plus importante de la rente issue de la coopération. L'attention se porte alors sur les moyens d'empêcher que des conflits, au sujet du partage de la rente, ne portent atteinte à la réalisation ou au maintien de la coopération. Comme le relève Gérard Charreaux, « *sur le plan explicatif, les mécanismes organisationnels ne sont plus vus uniquement comme des moyens de résoudre les conflits à l'intérieur d'une relation d'agence mais, dans une perspective plus générale, comme des moyens de permettre aux coopérations profitables de se constituer et de se maintenir.* »⁴⁵⁸ Chaque phénomène organisationnel étudié par la TPA fait appel à une représentation spécifique des relations d'agence. Dans certains cas - par exemple l'étude des rémunérations incitatives - un modèle simple à deux acteurs suffira pour représenter le phénomène étudié. Dans d'autres cas - par exemple l'analyse du partage des rôles au sein d'une organisation - une modélisation plus complexe des relations interindividuelles sera nécessaire (relations principal-agent à principaux multiples, relations principal-agent à agents multiples, hiérarchies à plusieurs niveaux, réseaux complexes, etc.)

L'explication des formes organisationnelles offerte par la TPA est la suivante : les organisations émergent de façon à minimiser l'ensemble des coûts d'agence associés

⁴⁵⁶ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, 308 (1976).

⁴⁵⁷ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, 309 (1976).

⁴⁵⁸ G. CHARREAUX, *op.cit.*, 17 (Septembre 1998)

aux différentes relations de coopération, ou plus largement de façon à maximiser le bien-être des différentes parties impliquées dans l'organisation. Selon Jensen, « *recognizing that one or more of the contracting parties can capture the benefits from reducing the agency costs in any relationship provides the analytical device, the tautology, that yields implications for the forms of the contracts that evolve – maximizing agents minimize the agency costs in any contracting relationship.* »⁴⁵⁹ La TPA met donc le principe d'efficience au cœur de son explication des organisations : l'existence des formes organisationnelles s'explique par leur capacité à réduire les coûts d'agence ou, dans une formulation plus large, à maximiser les gains issus de la coopération. L'efficience s'entend ici comme un optimum de second rang puisque, comme nous l'avons souligné précédemment, la notion de perte résiduelle (qui constitue un coût d'agence) renvoie à l'idée selon laquelle il existe toujours un écart entre les formes observées et une situation idéale dans laquelle les problèmes informationnels sont totalement neutralisés et, donc, où les coûts d'agence sont réduits à néant (cette situation idéale constitue un optimum de premier rang ou optimum de Pareto). Comme le soulignent Jensen et Meckling au sujet de l'enracinement des dirigeants: « *the reduced value of the firm caused by the manager's consumption of perquisites outlined above is 'non-optimal' or inefficient only in comparison to a world in which we could obtain compliance of the agent to the principal's wishes at zero cost or in comparison to a hypothetical world in which the agency costs were lower.* »⁴⁶⁰ Autrement dit, on ne peut conclure de l'existence de coûts d'agence positifs que les solutions organisationnelles existantes sont inefficaces. Selon les auteurs, une telle conclusion équivaldrait à tomber dans l'approche fallacieuse, qualifiée par H. Demsetz d'analyse du 'Nirvana'⁴⁶¹. Nous reviendrons sur cette conception de l'efficience sous-jacente à la TPA dans notre point 3-3 consacré à la sélection des formes organisationnelles.

⁴⁵⁹ M. JENSEN, « Organization Theory and Methodology », 58 *Accounting Review*, 331 (1983). Selon Jensen, une tautologie est une proposition qui est vraie par définition et qui ne peut être réfutée de façon empirique (*ibidem*, 329).

⁴⁶⁰ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, 327 (1976). Ils ajoutent: « *if we could establish the existence of a feasible set of alternative institutional arrangements which would yield net benefits from the reduction of these costs we could legitimately conclude the agency relationship engendered by the corporation was not Pareto optimal. However, we would then be left with the problem of explaining why these alternative institutional arrangements have not replaced the corporate form of organization.* » *ibidem*, 328, note 28.

⁴⁶¹ Selon Demsetz, « *en pratique, ceux qui adoptent le point de vue du Nirvana cherchent à découvrir des écarts entre l'idéal et le réel et s'ils trouvent de tels écarts, ils en déduisent que le réel est inefficace.* » Au contraire, les tenants de ce qu'il appelle l'approche institutionnelle comparative – dont fait partie la TPA, « *tentent d'évaluer quel est l'arrangement institutionnel alternatif réel qui semble le plus apte à résoudre le problème économique ; ceux qui pratiquent cette approche peuvent recourir à une norme idéale comme standard permettant d'évaluer les écarts pour toutes les alternatives pratiques intéressantes et sélectionner comme efficace l'alternative qui semble la mieux à même de minimiser la*

3-2. L'entreprise comme nœud de contrats.

A l'instar des autres formes organisationnelles, l'entreprise est définie comme un nœud de contrats. Elle constitue une fiction légale qui sert de 'noyau' à un ensemble de relations contractuelles entre individus. Selon Jensen et Meckling, « *the firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may 'represent' other organizations) are brought in equilibrium within a framework of contractual relations. In this sense, the 'behavior' of the firm is like the behavior of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process.* »⁴⁶²

L'analyse de l'entreprise est donc assimilée à celle des contrats qui la caractérisent et qui définissent les règles du jeu de l'organisation, les droits des différents cocontractants et les systèmes de contrôle et d'incitation des agents. En suivant l'explication que donnent Fama et Jensen, l'entreprise comporte trois dimensions essentielles⁴⁶³ : (i) l'affectation des créances résiduelles, (ii) l'attribution aux agents des pouvoirs de décision et (iii) la mise en place d'un système de contrôle et d'incitation.

- (i) Les créanciers résiduels sont les agents qui supportent le risque résiduel, c'est-à-dire qui ont un droit sur les revenus nets de l'organisation. Les structures contractuelles se différencient fortement selon le mode de répartition des risques entre les agents. Dans la vision de la firme sous-jacente à la TPA, les seuls créanciers résiduels sont les actionnaires, le dirigeant étant supposé gérer l'entreprise conformément aux intérêts de ceux-ci. Toutes les autres parties prenantes sont censées recevoir la juste contrepartie de leur apport : ils reçoivent une rémunération fixée *a priori* (ou éventuellement liée à une mesure de performance individuelle) en fonction du marché concurrentiel dans lequel ils s'inscrivent (pour les dirigeants, il s'agit du marché du travail des dirigeants). Les actionnaires, qui apportent les capitaux propres, assument intégralement les conséquences de la variabilité du revenu résiduel, c'est-à-dire du profit. Cette

divergence. » in H. DEMSETZ, « Information and Efficiency : another Viewpoint », *Journal of Law and Economics*, 1 (1969), cité en traduction par G. CHARREAUX, *op.cit.*, 22 (Septembre 1998).

⁴⁶² M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, 311 (1976), M. JENSEN, *op.cit.* (1983).

⁴⁶³ E. F. FAMA & M. C. JENSEN, *op.cit.* (1983)

‘assomption’ du risque est facilitée par l’existence d’un marché financier réputé efficient du point de vue informationnel. Selon l’explication de Jensen et Meckling, si l’aliénabilité des créances résiduelles (des actions) est parfaite, le marché financier accomplit une fonction de contrôle : il offre simultanément une mesure parfaite de la performance et un système incitatif parfait⁴⁶⁴. La structure contractuelle, consistant à attribuer aux actionnaires les revenus résiduels, trouve sa justification fondamentale dans le fait qu’elle permet de réduire les coûts de contrôle et d’ajustement des contrats aux changements des risques et conduit à une minimisation des coûts. Cette minimisation est conforme aux intérêts des actionnaires car elle maximise leur revenu. A partir de ce cadre explicatif général, il est possible de décliner plusieurs variantes selon la nature des fonctions et des droits des créanciers résiduels : ceux-ci peuvent ou non avoir une fonction dans l’organisation (une fonction de gestion, par exemple), le droit de cession des créances résiduelles peut être soumis ou non à des restrictions, etc.

- (ii) L’allocation des droits décisionnels au sein de la firme est une autre dimension importante. Cette allocation peut entraîner une partition des droits décisionnels entre les droits liés à la gestion, qui comprennent les droits d’initier et de mettre en œuvre l’allocation des ressources (*‘decision management rights’*) et les droits liés au contrôle de la décision, qui concernent la ratification et la surveillance des décisions (*‘decision control rights’*). Fama et Jensen distinguent quatre types d’exercice des droits décisionnels:⁴⁶⁵

- l’initiative correspond à l’émission de propositions concernant l’utilisation des ressources et la structuration des contrats ;
- la ratification porte sur le choix des propositions à mettre en œuvre ;
- la mise en œuvre est assimilée à l’exécution des décisions ratifiées ;
- la surveillance se traduit par la mesure des performances des agents et les décisions de récompense et de sanction.

La répartition de ces quatre attributions entre les agents serait un facteur essentiel de l’efficacité et de la survie des organisations.

⁴⁶⁴ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, (1976) ; voir aussi « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. WERIN & H. WIJKANDER (eds), *Contract Economics*, Blackwell, 251-274 (1992).

⁴⁶⁵ E. F. FAMA & M. C. JENSEN, *op.cit.* (1983 b)

- (iii) La mise en place d'un système de contrôle et d'incitation constitue la troisième dimension qui détermine l'efficacité organisationnelle. On distingue, d'une part, le système d'évaluation et de mesure de la performance et, d'autre part, le système d'incitation qui permet de spécifier la relation entre la mesure de la performance et ses conséquences en termes de sanctions et récompenses. Les contrats apparaissent ainsi comme des dispositifs définissant *ex ante* un système de récompenses/punitions qui incite les parties à adopter des comportements conformes aux intérêts des deux parties⁴⁶⁶. Les incitations s'appuient sur des éléments observables puisque les actions et les informations sur lesquelles porte l'asymétrie d'information ne le sont pas.

Pour les théoriciens de l'agence, le niveau d'efficacité organisationnelle est fonction de la cohérence et de la complémentarité entre les trois dimensions que nous venons d'évoquer. L'efficacité d'une entreprise est donc conditionnée par le mode de combinaison entre assumption des risques, attribution des pouvoirs décisionnels et attribution des pouvoirs de contrôle. J. A. Brickley *et alii* soulignent ainsi : « *une architecture organisationnelle est une architecture qui non seulement alloue l'autorité décisionnelle aux individus qui détiennent l'information pertinente, mais qui garantit que les décideurs sont soumis au système incitatif approprié pour prendre les décisions qui créent de la valeur.* »⁴⁶⁷

Dans les 'organisations non complexes' que sont les firmes 'entrepreneuriales'⁴⁶⁸ les fonctions de gestion, de contrôle et d'assumption des risques sont attribuées à un même agent (ou à un petit nombre d'agents). Selon Fama et Jensen, l'arbitrage entre les gains et les pertes liés au cumul des fonctions conduit à considérer ce cumul comme étant une solution optimale.⁴⁶⁹ D'une part, le petit nombre de décideurs et l'absence de coûts

⁴⁶⁶ Dans la TPA, la conception des mécanismes d'incitation est fondée sur un principe de participation volontaire des agents qui garantit l'exécutabilité des contrats. Ce principe se traduit par deux contraintes : celle de participation et de compatibilité. La contrainte de participation signifie que l'agent n'accepte de contracter que s'il obtient un niveau d'utilité croissant quand son effort s'accroît et si l'utilité qu'il retire de la relation avec le principal est préférable à toutes les autres alternatives. La contrainte de compatibilité veut que le système mis au point permette de faire correspondre la situation la plus désirable pour l'agent avec celle qui l'est le plus pour le principal. Ce principe permet d'endogénéiser le problème de l'exécution des contrats: les acteurs mettent au point des contrats supposés auto-exécutables.

⁴⁶⁷ J. A. BRICKLEY, C.W. SMITH & J. L. ZIMMERMAN, *Managerial Economics and Organizational Architecture*, Irwin/McGraw-Hill, 26 (1997), cité en traduction par G. CHARREAUX, *op.cit.*, 48 (Septembre 1998).

⁴⁶⁸ Sont qualifiées d' 'entrepreneuriales', les entreprises privées non cotées, détenues et dirigées par un propriétaire unique qui cumule les statuts d'actionnaire et de dirigeant.

⁴⁶⁹ E. F. FAMA & M. C. JENSEN, *op.cit.*(1983a) ; *ibidem* (1983b).

d'agence liés à la délégation de pouvoir génèrent des gains d'efficience. D'autre part, les avantages liés à la séparation fonctionnelle des tâches semblent moins importants : le niveau de compétence requis est généralement moins élevé et le montant des capitaux nécessaires plus faible que dans les organisations complexes.

Dans les 'organisations complexes' que sont les grandes sociétés par actions, les trois fonctions sont allouées à des agents différents. Le caractère diffus de la connaissance spécifique requise pour faire prospérer l'organisation implique qu'il est plus efficace de déléguer la décision aux agents qui détiennent cette connaissance. Selon le degré de complexité de l'organisation, cette séparation peut intervenir à différents niveaux de la hiérarchie. La séparation entre fonction de gestion et fonction de contrôle s'accompagne également d'une seconde séparation entre fonction d'assomption du risque et fonction de décision. Dans les activités complexes, un seul entrepreneur ne peut subvenir aux besoins totaux de financement ni assumer totalement le risque résiduel. L'existence d'une catégorie d'apporteurs de capitaux spécialisés dans la fonction d'assomption du risque résiduel (les actionnaires) est justifiée par le fait qu'une telle spécialisation permet de réduire les coûts de contrôle et d'ajustement des contrats établis avec les autres agents. Cependant, dans la mesure où la dispersion des créances résiduelles réduit l'efficacité du contrôle (notamment à cause du phénomène du *free-riding*), les détenteurs de ces créances ont intérêt à déléguer la fonction de contrôle à des agents spécialisés (par exemple, les membres du conseil d'administration).

De manière générale, la représentation contractualiste de la firme proposée par la TPA débouche sur deux interrogations fondamentales. Quelle est la nature de la firme ? (i) Comment appréhender la propriété de la firme ? (ii)

- (i) Quelle est la nature de la firme, comparativement au marché ? Nous verrons dans notre partie consacrée à l'économie des coûts de transaction que la différence de nature entre la firme et le marché est au cœur des analyses de Williamson. Dans la TPA, au contraire, il n'y a pas d'opposition fondamentale entre firme et marché. En effet, si la firme n'est qu'une fiction légale qui abrite des relations contractuelles, il n'y a pas de sens à vouloir opposer les modes de

coordination internes à la firme et les modes de coordination externes comme étant de nature différente. L'objet de la théorie de la firme n'est rien d'autre que l'analyse des rapports contractuels entre individus. Certes, plusieurs facteurs justifient la centralisation des activités au sein d'une organisation (indivisibilité technique, effets de spécialisation dans la supervision, détention par le principal de ressources dont la valorisation requiert la collaboration de plusieurs agents, etc.) mais, pour l'essentiel, ce qui se passe à l'intérieur de la firme s'assimile à ce qui se passe sur un marché. Comme le souligne Eric Brousseau au sujet de la théorie contractualiste, « *en insistant sur l'essence identique des dispositifs de coordination marchands et hiérarchiques ainsi que sur l'existence d' 'hybrides', ces développements théoriques ont obscurci la notion de frontières de l'entreprise en ne permettant plus de distinguer clairement le marché de la hiérarchie.* »⁴⁷⁰ Ce résultat peut paraître paradoxal car la théorie des contrats, on l'a souligné, était partie d'une critique de la théorie du marché walrasien, sous prétexte que cette dernière ne permettait pas de rendre compte de l'entreprise. Or, elle aboutit à des résultats similaires en assimilant la firme à un marché entre individus facteurs de production.

- (ii) Comment appréhender la propriété de la firme ? Pour les théoriciens de l'agence, la question de savoir qui est 'propriétaire' de l'entreprise est dénuée de pertinence. Il n'existe que des individus détenteurs de facteurs qui entrent dans des relations contractuelles. Selon E.F. Fama, « *chaque facteur à l'intérieur d'une firme est détenu par quelqu'un. La firme n'est qu'un ensemble de contrats organisant les modalités de combinaison des inputs pour créer des outputs et de répartition des produits issus des outputs entre les apporteurs d'inputs. Dans cette perspective du nœud de contrats, la propriété de la firme est un concept non pertinent.* »⁴⁷¹ Les contrats interindividuels entre les détenteurs de ressources donnent naissance à des entités collectives qui apparaissent comme des fictions juridiques. Dans la mesure où les caractéristiques des formes organisationnelles sont intimement liées à la répartition des droits décisionnels et des droits aux bénéfices résiduels, la question de la propriété de la firme équivaut, tout au plus, à s'interroger sur l'identité des détenteurs des droits

⁴⁷⁰ E. BROUSSEAU, *op.cit.*, 2 (1997)

⁴⁷¹ E. FAMA, « Agency Problems and the Theory of the Firm », 88 *Journal of Political Economy*, 290(1980), cité en traduction par G. CHARREAUX, *op.cit.*, 39 (Septembre 1998).

décisionnels résiduels et des droits à l'appropriation des gains résiduels. Le plus souvent, il s'agit des détenteurs des moyens physiques de production, ceux-ci disposant des droits de commande résiduels, de supervision, de coercition et, le cas échéant, du droit de revendre le capital à un tiers.

3-3. La sélection des formes organisationnelles.

Pour la TPA, les formes organisationnelles observées sur le long terme, c'est-à-dire après que la sélection soit intervenue, sont efficaces, compte tenu des conditions qui prévalent et qui déterminent l'importance des coûts d'agence (état de la technologie, cadre institutionnel, niveau d'information des acteurs, etc.). Les organisations qui sont les moins aptes à adopter une structure permettant de minimiser les coûts d'agence ont vocation à disparaître. Les formes organisationnelles efficaces s'imposent par leurs capacités de survie supérieures dans un milieu compétitif ; elles résultent de la sélection. Comme le souligne Jensen, « *the view is one of organizations competing with each other to deliver the activities demanded by customers. Those organizations survive that are able to deliver the activities or products at the lowest price while covering costs.* »⁴⁷²

L'efficacité ici mobilisée constitue un optimum de second rang puisque, comme nous l'avons souligné précédemment, les tenants de la TPA soutiennent qu'il existe toujours un écart entre les formes existantes et les formes idéales, qui équivalent à un optimum de premier rang. Selon l'explication donnée par Gérard Charreaux, l'efficacité retenue par Jensen et Meckling est « *l'efficacité au sens du critère de remédiabilité, selon lequel une situation existante est tenue pour efficace à moins qu'une alternative réalisable permettant de produire un gain net puisse être décrite et mise en œuvre.* »⁴⁷³

La TPA distingue, en fait, deux niveaux d'analyse pour expliquer le processus de sélection des formes organisationnelles :

→ A un premier niveau, celui de l'émergence des organisations (c'est-à-dire le passage du niveau des individus contractants à celui de l'organisation), les acteurs constituent

⁴⁷² M. JENSEN, *op.cit.*, 331 (1983)

⁴⁷³ G. CHARREAUX, *op.cit.*, 24 (Septembre 1998).

librement un réseau de contrats représentant un équilibre possible. Cet équilibre, qui est le soubassement de l'organisation, permet une certaine réduction des coûts d'agence et une allocation des gains liés à la coopération. Pour les parties, la réduction des coûts est supposée optimale en fonction des paramètres dont ils ont connaissance. L'organisation ainsi constituée va alors entrer en concurrence avec d'autres formes organisationnelles, via la compétition sur le marché.

→ A un second niveau, celui de la sélection des formes organisationnelles, la concurrence entre organisations entraîne des difficultés pour les formes les moins efficaces parmi l'ensemble des formes organisationnelles existantes. Les formes les plus coûteuses vont être contestées par les individus qui prennent conscience de l'utilité supérieure qu'ils pourraient obtenir en faisant évoluer les formes actuelles vers des formes alternatives réalisables et jugées supérieures. Les individus parties prenantes aux organisations les moins efficaces vont alors être obligés, soit de faire disparaître (notamment par absorption) leur organisation devenue trop coûteuse, soit de la transformer par imitation de la forme plus efficiente.

Selon ce schéma, il y a une évolution perpétuelle des formes organisationnelles. Comme le décrit D. North, « *even though the actors may initially have diverse and erroneous models, the informational feedback process (and arbitraging actors) will correct initially incorrect models, punish deviant behaviour, and lead surviving players to the correct models.* »⁴⁷⁴ Le jeu de la concurrence exerce, en quelque sorte, un effet de 'feedback'. Celui-ci est d'autant plus efficace que les marchés sont concurrentiels et que les coûts d'établissement et de rupture des contrats sont faibles.

La TPA attribue ainsi un rôle de premier plan au caractère concurrentiel du marché pour expliquer la sélection - et donc l'efficience - des différentes formes organisationnelles. Dans leur modèle initial de 1976, Jensen et Meckling mettent bien en lumière ce rôle disciplinaire: le marché contraint le dirigeant-entrepreneur à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires. L'existence d'un marché compétitif des dirigeants réduit les coûts des services managériaux - principalement le coût de

⁴⁷⁴ D. NORTH, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, New York, Cambridge University Press, 16 (1990)

remplacement des dirigeants - et il permet de transférer la gestion de la firme à des dirigeants plus compétents⁴⁷⁵.

A titre indicatif, soulignons que c'est à tort que, dans son commentaire sur le paradigme de la sélection à l'œuvre dans les théories économiques contemporaines, un auteur comme Jack Vromen oppose la perspective des théoriciens de l'agence et celle de l'économie des coûts de transaction en soutenant que la première adopte un modèle de sélection au sens fort (*'survival of the fittest'*) alors que la seconde adopte un modèle de sélection au sens faible (*'survival of the fitter'*)⁴⁷⁶. En effet, en raison de la rationalité limitée et des coûts d'ajustement, la TPA considère l'optimum de premier rang comme un idéal inatteignable. Elle postule qu'il subsiste toujours un écart entre les formes existantes et la forme idéale (celle qui correspond à un optimum collectif de premier rang). Par ailleurs, le processus d'élimination des formes organisationnelles (comparativement) inefficaces ne fonctionne que sur le long terme ; des équilibres organisationnels non optimaux (c'est-à-dire ceux relevant du premier niveau d'analyse que nous avons distingué) peuvent donc survivre de façon transitoire. En ce sens, la sélection à l'œuvre dans la TPA est 'faible' et non 'forte'. Nous reviendrons plus amplement sur cette question dans notre partie consacrée à Williamson et la théorie des coûts de transaction.

⁴⁷⁵ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, 328-329 (1976). Cette analyse a été complétée par Fama et Jensen qui mettent en évidence les interactions entre les différents marchés de facteurs de production et la discipline exercée par ces marchés sur les dirigeants. Ils cherchent ainsi à expliquer la performance organisationnelle en fonction des systèmes qui encadrent et contraignent les décisions des dirigeants. Voir : E. F. FAMA & M. C. JENSEN, *op.cit.*(1983a) ; *ibidem* (1983b).

⁴⁷⁶ « Apparently, Jensen and Meckling take the prevalence of the corporate organization form as evidence for its efficiency. If some other feasible organization form were more efficient, so it is argued, it would certainly have supplanted the corporate form. It can therefore be concluded that, contrary to Williamson, Demsetz and Jensen and Meckling seem to rule out the possibility that hitherto unperceived opportunities remain unperceived and hence untried. » in J. J. VROMEN, *Economic evolution : An Enquiry into the Foundations of New Institutional Economics*, London, Routledge, 61 (1995).

CHAPITRE 3**LA THEORIE DES DROITS DE PROPRIETE**

La théorie des droits de propriété est intimement liée à la TPA que nous venons d'exposer ; à elles deux, elles constituent un corpus théorique relativement homogène qui rationalise la formation et l'organisation de la firme à partir de l'idée force consistant à assimiler celle-ci à un arrangement contractuel visant à faciliter les transactions entre agents économiques.

Située au cœur de l'approche contractualiste des organisations, la théorie des droits de propriété se propose de montrer comment différents types et systèmes de droits de propriété agissent sur le comportement des agents individuels et, par là, sur le fonctionnement et l'efficacité du système économique. Elle étudie quel est le type de répartition des droits de propriété qui assure l'efficacité la plus grande, dans une économie de rapports contractuels libres entre agents. Cette théorie a donc naturellement vocation à fournir une analyse de la firme et de son organisation.

Dans cette section, nous examinerons les traits essentiels de cette théorie des droits de propriété en mettant l'accent sur ses développements les plus récents, c'est-à-dire le modèle développé par Grossman et Hart qualifié de 'nouvelle théorie des droits de propriété' (NTDP) ou de 'théorie des contrats incomplets'. La nouvelle théorie des droits de propriété se différencie de l'ancienne, qui raisonne dans un univers de contrats complets. Elle suppose que les contrats sont incomplets et se concentre sur les mécanismes de transfert de droits de propriété réalisables pour juguler les inefficacités de l'incomplétude. Nous présenterons successivement l'ancienne théorie des droits de propriété et la nouvelle théorie des droits de propriété. Nous mettrons en lumière leurs conceptions respectives de l'organisation et de la firme.

I. L'ancienne théorie des droits de propriété (TDP) et sa conception contractuelle de l'organisation.

A l'instar de la TPA, la TDP prend pour point de départ le fait que tout échange entre agents, peut être considéré comme un échange contractuel de droits de propriété. Alchian, un des auteurs emblématiques de ce courant souligne ainsi : « *in essence, economics is the study of property rights over scarce resources... The allocation of scarce resources in a society is the assignment of rights to uses of resources ... (and) the question of economics, or of how prices should be determined, is the question of how property rights should be defined and exchanged and on what terms.* »⁴⁷⁷

Selon la définition qu'en donne Yoram Barzel, les droits de propriété au sens économique revêtent l'extension suivante : « *I define the economic property rights an individual has over a commodity (or an asset) to be the individual's ability, in expected terms, to consume the good (or the service of the asset) directly or to consume it indirectly through exchange.* »⁴⁷⁸ Cette conception est très large et va au-delà de la conception strictement juridique : le droit économique de propriété est un droit spécifié et aliénable par l'échange contre des droits similaires sur d'autres biens. La détermination des droits de propriété peut inclure toutes les règles, normes ou coutumes qui définissent ou délimitent les usages des actifs physiques mais aussi le contrôle des 'actifs humains'. La TDP peut ainsi se présenter comme une théorie générale des relations sociales. Renversant en quelque sorte la conception marxiste, elle tend à

⁴⁷⁷ A. A. ALCHIAN, « Pricing and Society », *Occasional Papers*, n° 17, Westminster Institute of Economics Affairs 2-3 (1967) ; cité dans E. G. FURUBOTN & R. RICHTER, *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press, 72 (1998). Voir également, H. DEMSETZ, "Toward a Theory of Property Rights", 57 *American Economic Review*, 347-359 (1967); republié in E. G. FURUBOTN & S. PEJOVIC (eds.), *The Economics of Property Rights*, Cambridge, Ballinger Publishing Company, 31-42 (1974); H. DEMSETZ, "The Firm Revisited", 4 *Journal of Law Economics and Organization*, 141-162 (1988), republié dans O. WILLIAMSON & S. WINTER (eds.), *The Nature of the Firm. Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press, 159-178 (1991); H. DEMSETZ, *The Economics of Business Firm - Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press, (1995); A. ALCHIAN and H. DEMSETZ, « Production, Information Costs and Economic Organization », 62 *American Economic Review*, 777-795 (1972); A. ALCHIAN, "Corporate Management and Property Rights", in H. MANNE (ed.), *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington D.C., American Enterprise Institute, 337-369 (1969), republié dans E. G. FURUBOTN & S. PEJOVIC (eds.), *op.cit.*, 133-150 (1974); A. ALCHIAN, "Property Rights", in J. EATWELL, M. MILGATE & P. NEWMAN (eds.), *The New Palgrave; A Dictionary of Economics*, vol.3., London and Basingstoke, The Macmillan Press, 1031-1034 (1987).

⁴⁷⁸ Y. BARZEL, *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge University Press, 3 (1997)

considérer que toute relation entre individus peut être ramenée à une relation entre choses.

La TDP met en avant l'importance des droits de propriété garantis et aliénables dans une économie décentralisée. La fonction première des droits de propriété est de fournir aux acteurs économiques des incitations à créer, conserver et valoriser des actifs⁴⁷⁹. Dans cette perspective, les droits de propriété jouent deux rôles importants. Ceux-ci ont trait à l'internalisation des externalités et à l'existence de coûts de transaction.

→ Demsetz soutient qu'une des fonctions primordiales des droits de propriété est de permettre l'internalisation des externalités. Le droit de propriété permet de tirer un avantage pour soi-même ou pour d'autres ou de léser soi-même ou d'autres. La manière dont les droits vont être définis et répartis détermine donc la configuration des externalités. Par exemple, en établissant un droit de polluer échangeable (c'est-à-dire pouvant être acheté ou vendu), on internalise un coût ou un bénéfice externe. Comme le soulignent Furubotn et Richter, « *in a private-ownership economy with freedom of contract, whether an individual has to suffer under harmful external effects or can enjoy costlessly beneficial one depends on the specification and transfer costs of property rights.* »⁴⁸⁰ L'internalisation des externalités favorise une allocation optimale des ressources. En effet, les effets externes générés par les externalités non internalisées conduisent à des défaillances de marché, du fait de l'écart qu'elles entraînent entre l'utilité d'un actif pour un individu et son utilité pour la collectivité.

→ L'analyse des droits de propriété est intimement liée à l'existence de coûts de transaction. Dans une situation hypothétique d'absence de coût de transaction, il est possible de montrer que si les droits sont bien délimités et transférables, l'allocation des ressources et l'équilibre économique réalisé seront efficaces et indépendants de la répartition initiale des droits. Plus fondamentalement – et ce raisonnement est au cœur des théories contractualistes mais aussi des théories néo-institutionnalistes –, la prise en compte des coûts de transaction est fondamentale pour expliquer l'existence

⁴⁷⁹ Richard Posner illustre bien l'importance économique des droits de propriété. « *Imagine a society in which all property rights have been abolished. A farmer plants corn, cultivates it, etc. but his neighbor reaps and sells it. After some such experiences the cultivation of land will be abandoned. The legal protection of individual property rights has the important economic function of creating incentives to use resources 'efficiently'. Transferability ensures that if the farmer is a bad farmer, someone who is more productive will offer him a price for the land slightly higher than what he could earn himself. Thus the bad farmer is induced to sell the land to the better farmer.* », in R. POSNER, *The Economic Analysis of Law*, Boston and Toronto, Little Brown, 29(1972)

⁴⁸⁰ E. G. FURUBOTN & R. RICHTER, *op.cit.*, 90 (1998)

des organisations et des institutions qui encadrent les activités économiques. Comme le relève à juste titre Y. Barzel, « *the presence of positive transaction costs is what makes the study of property rights significant. On the other hand, in the Walrasian, perfectly competitive model, rights are perfectly delineated and transaction costs are zero. (...) In the Walrasian model, where prices are sufficient for efficient allocation, institutions are superfluous ; firms, clubs, tribes or families cannot enhance efficiency.* »⁴⁸¹

Pour la TDP, la propriété se subdivise en trois attributs : le droit d'utiliser l'actif, le droit d'en tirer un revenu et le droit de revendre à un prix librement négocié les deux droits précédents⁴⁸². Selon les formes de propriété, ces attributs pourront ou non être détenus par un même individu (ou groupe d'individus). La définition des formes organisationnelles dépend précisément de la manière dont sont délimités et affectés les différents droits rattachables à un actif. Une firme, par exemple, est assimilée à un ensemble de contrats qui établissent une certaine structure de droits de propriété. Dans nos économies, on assiste à un processus de création de systèmes de droits de propriété de plus en plus complexes. La société anonyme en est un exemple. La réalisation pleine du troisième attribut du droit de propriété, le droit de 'revendre', est conditionnelle à la mise en place d'un mécanisme permettant d'atténuer l'importance de la personnalité des associés au sein de la société ou, pour reprendre les termes d'Alchian, permettant d'accroître la tolérance à l'anonymat des sociétaires (« *the ability to tolerate anonymity* »⁴⁸³). Ce mécanisme est double : c'est la responsabilité limitée et la libre négociabilité des titres. Il réduit les risques encourus par les associés en cas de faillite et donne naissance au marché des actions, la possession de ces dernières donnant le droit de participer aux mécanismes organisés par le droit des sociétés en matière d'exercice du pouvoir et de participation aux résultats.

Ainsi, selon la TDP, la nature de la firme et son mode d'organisation peuvent être appréhendés à partir de la configuration des droits de propriété privés qui constituent son soubassement. « *La partitionabilité, la séparabilité et l'aliénabilité des droits de*

⁴⁸¹ Y. BARZEL, *op.cit.*, 11 (1997)

⁴⁸² On le voit, les catégories juridiques du droit romain – *usus, fructus et abusus* – ont fortement influencé les théoriciens des droits de propriété. Furubotn et Richter le soulignent d'ailleurs explicitement : « *modern property right analysis was developed largely in the United States, and thus naturally, it is based on common law terminology, that is property rights in the wide sense of the word. Still, the narrow Roman law sense of property rights, aimed only at tangibles, played an important role in the expositions of the early American property-rights literature.* », E. G. FURUBOTN & R. RICHTER, *op.cit.*, 76 (1998)

⁴⁸³ A. ALCHIAN, *op.cit.*, 1032 (1987).

*propriété privés permettent l'organisation de l'activité productive dans la firme moderne de type 'corporation' ».*⁴⁸⁴ La structure des droits de propriété sur laquelle s'appuie la firme doit permettre, d'une part, de profiter des avantages de la spécialisation et, d'autre part, d'assurer un système d'incitation et de contrôle efficace. Dans cette perspective, deux types de configurations organisationnelles ont retenu l'attention des auteurs : (i) la firme capitaliste classique comme forme efficiente de la production en équipe (telle que formalisée par Alchian et Demsetz) et (ii) la grande société par actions qui pose le problème de la séparation de la propriété et du contrôle.

- (i) Dans un article de 1972, devenu célèbre, Alchian et Demsetz⁴⁸⁵ identifient les deux problèmes que doit résoudre toute théorie des organisations : expliquer la répartition des activités économiques entre les organisations et les marchés en fonction du principe d'efficience (compris comme la maximisation des gains issus de la spécialisation ou de la coopération) ; expliquer la structure des organisations. Ils soutiennent que l'organisation doit son existence à deux caractéristiques expliquant sa supériorité dans certaines activités : d'une part, le caractère conjoint de l'utilisation des *inputs* – ce que les auteurs qualifient de 'production en équipe' et d'autre part, l'existence d'un agent spécialisé qui centralise l'ensemble des contrats avec les différents apporteurs de ressources. Les auteurs rejettent l'explication classique⁴⁸⁶ selon laquelle l'organisation trouve sa justification dans sa plus grande capacité à résoudre les conflits, grâce au pouvoir disciplinaire qu'elle aurait sur ses membres. Pour Alchian et Demsetz, le pouvoir de sanction ou d'autorité que détiendrait la firme sur ses employés n'est pas différent de celui que possède un client vis-à-vis de son fournisseur ; dans les deux cas, les parties sont libres de poursuivre ou non la relation, chaque partie réalisant simultanément un achat et une vente. « *It is not clear that an employer can tell an employee what to do, any more than a consumer can tell her grocer what to do (what vegetables to sell at what prices); in either case, a refusal will likely lead to a termination of the relationship, a firing.* »⁴⁸⁷ La notion de 'production en équipe' vise toute activité de coopération pour laquelle

⁴⁸⁴ B. CORIAT & O. WEINSTEIN, *op.cit.*, 85 (1995).

⁴⁸⁵ A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *op.cit.* (1972).

⁴⁸⁶ C'est notamment un des arguments de Coase, repris par Williamson. Voyez, à ce sujet, notre partie sur la théorie des coûts de transaction.

⁴⁸⁷ A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *op.cit.*, 777 (1972).

plusieurs facteurs de production appartenant à des agents différents sont utilisés et pour laquelle la production obtenue est différente de la somme des différentes productions qui seraient obtenues de façon séparée par les différents facteurs de production. Autrement dit, il n'est pas possible de mesurer la contribution individuelle de chacun sans coût élevé. Selon les auteurs, l'organisation tire sa supériorité de la centralisation des divers contrats: elle permet de réduire les coûts liés au contrôle de la productivité des services offerts par les différents cocontractants – ces coûts étant assimilables à des coûts d'agence. « *S'il y a un accroissement de la productivité réalisable au moyen de la production en équipe, après déduction des coûts de mesure nécessaires pour discipliner l'équipe, alors la production en équipe doit être préférée à une multitude d'échanges bilatéraux de production individuelle séparables* »⁴⁸⁸. Pour Alchian et Demsetz, la clé de la performance de la firme est liée à l'alignement entre la productivité des facteurs et leur rémunération. La firme doit mesurer et contrôler la productivité et allouer au mieux les rémunérations. En effet, la production en équipe conduit à un problème de *free riding* : chacun fait le moins possible en comptant sur le travail des autres. La solution envisagée par Alchian et Demsetz est qu'un agent, le moniteur, se spécialise dans le contrôle des performances des membres de l'équipe. La productivité d'un individu pouvant être déduite de l'observation de son comportement, le moniteur observera et dictera le comportement des individus afin d'évaluer précisément leur productivité en fonction de laquelle il adaptera ensuite les rémunérations. S'ils s'acquittent bien de leur tâche, les membres de l'équipe seront rétribués en fonction de leur productivité marginale et l'efficacité allocative sera maximisée. Quant à la question de savoir comment le comportement du moniteur sera contrôlé, Alchian et Demsetz répondent en soulignant qu'il suffit de faire de celui-ci un créancier résiduel. Il s'agit de faire en sorte qu'il reçoive le rendement résiduel découlant de la production, c'est-à-dire ce qui reste une fois payés les différents fournisseurs de ressources conformément aux obligations contractuelles⁴⁸⁹. Le tour de force de Alchian et Demsetz réside dans l'exacte

⁴⁸⁸ A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *op.cit.*, 780 (1972), cité en traduction par G. CHARREAUX, *op.cit.*, 37 (Septembre 1998).

⁴⁸⁹ Dans le modèle d'Alchian et Demsetz, le moniteur-manager se voit attribuer les droits suivants :

- le droit d'être le créancier résiduel (il s'approprie les gains résiduels) ;
- le droit d'observer et de contrôler le comportement des détenteurs de ressources, membres de la firme ;
- le droit exclusif à être dans un rapport contractuel avec tous les détenteurs de ressources ;
- le droit de changer la composition de l'équipe, notamment pour remplacer un input jugé désavantageux ;

correspondance de leur moniteur-manager avec le dirigeant-propriétaire de la firme capitaliste. C'est parce qu'il possède le droit de percevoir les créances résiduelles que le dirigeant est censé veiller à la meilleure utilisation possible des ressources productives et à contrôler adéquatement les membres de l'équipe. Le système des droits de propriété crée ainsi des incitations telles que l'efficience peut être obtenue sans que soit nécessaire un moniteur pour le moniteur. Cet aspect est central, car c'est lui qui justifie, pour les auteurs, l'efficience de la firme classique : l'ensemble des droits conférés au dirigeant est dans l'intérêt rationnel de chacun.

- (ii) Le modèle d'Alchian et Demsetz ne rend pas compte de la configuration des grandes sociétés modernes de capitaux, organisées en sociétés par actions et dotées d'une structure managériale complexe. La TDP est pourtant confrontée à la fameuse thèse de Berle et Means sur la séparation de la propriété et du contrôle (se serait imposée une forme organisationnelle caractérisée par la séparation de la propriété et du contrôle, l'objectif des managers ne conduisant pas toujours à la maximisation du profit résiduel)⁴⁹⁰. Face à ce problème, deux attitudes étaient possibles. Soit, soutenir que la société anonyme par actions, en séparant propriété (droit au revenu résiduel) et gestion (droit au contrôle résiduel), affaiblit l'efficience de la structure des droits de propriété. Soit, soutenir au contraire que, si la société par actions s'est imposée comme forme contractuelle librement choisie, c'est parce qu'elle s'avère être une organisation efficace. C'est évidemment la seconde option qui s'est imposée. Les tenants de la TDP soutiennent ainsi que la société par actions est bien une forme d'organisation efficiente pour exploiter les gains potentiels de la spécialisation à grande échelle et de la surveillance des équipes de grande taille⁴⁹¹. L'organisation de la grande société moderne ne remet pas en cause les fondements des droits de propriété ; bien au contraire, elle exploite la possibilité de diviser et d'aliéner ces droits de manière à permettre une séparation (une spécialisation) avantageuse entre ceux qui prennent des décisions sur les usages des

- le droit de revendre l'ensemble des droits précédents.

⁴⁹⁰ A. A. BERLE & G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World (1932).

⁴⁹¹ Voir A. ALCHIAN & S. WOODWARD, « The Firm is Dead ; Long Live the Firm – A Review of Oliver E. Williamson's *The Economic Institutions of Capitalism* », 26 *Journal of Economic Literature*, 76 (1988). ; M. RICKETTS, *The Economics of Business Enterprise*, Wheatsheaf Books, Brighton (1987).

ressources et ceux qui en assument les risques. Comme le soulignent Coriat et Weinstein en paraphrasant Alchian, « *plutôt que de détruire ou de miner l'efficacité des droits de propriété privés, la supposée séparation permet une spécialisation productive efficace en utilisant les droits de propriété privés comme méthode de contrôle et de coordination.* »⁴⁹²

Trois avantages particuliers sont associés à la libre cessibilité des parts.

Premièrement, celle-ci permet d'agrandir la taille de l'équipe initiale, donc de mobiliser des ressources financières à grande échelle pour la réalisation d'investissements importants.

Deuxièmement, elle favorise une spécialisation dans les différentes fonctions de la propriété, notamment dans l'assomption du risque. La croissance du nombre d'actionnaires réduit le risque individuel.

Troisièmement, elle désolidarise les décisions d'investissement des préférences intertemporelles de consommation. Si un actionnaire estime que les retours de son investissement sont inadaptés à son profil de consommation, il pourra toujours revendre sur le marché financier la quantité de titres nécessaires à la réalisation de ses besoins.

Quant à la question posée par Berle et Means, à savoir la perte d'efficacité générée par la séparation de la propriété et du contrôle (avec la dispersion de l'actionnariat, les actionnaires perdent progressivement le contrôle de l'entreprise au profit des managers), elle est relativisée par les théoriciens de la TDP au moyen de l'argument des contraintes du marché, à savoir le rôle disciplinaire des OPA. La firme à capital dispersé reste une forme efficace parce que les actionnaires 'récupèrent', grâce au marché financier, le pouvoir qu'ils avaient dans un premier temps perdu. Alchian l'affirme sans détour : « *ignoring or denying the forces of open competitive market capitalization is, in my opinion, a fundamental error in the writing about ownership and control and about the modern corporate economy.* »⁴⁹³ L'hypothèse d'un fonctionnement efficace des marchés est évidemment au cœur de ce raisonnement.

⁴⁹² B. CORIAT & O. WEINSTEIN, *op.cit.*, 92 (1995).

⁴⁹³ A. ALCHIAN, *op.cit.*, 136 (1969) republié in, *op.cit.*, (1974)

II. La nouvelle théorie des droits de propriété (NTDP) et sa conception contractuelle de l'organisation.

En 1986, Grossmann et Hart fondent la 'nouvelle théorie des droits de propriété'⁴⁹⁴. Si l'objectif visé est fondamentalement le même que celui de l'ancienne théorie – il s'agit de démontrer l'efficience de la firme capitaliste – la manière d'y parvenir est différente. La NTDP se concentre sur le caractère incomplet des contrats et sur les mécanismes contractuels de transfert de droits de propriété nécessaires pour juguler les inefficacités engendrées par cette incomplétude⁴⁹⁵. La théorie initiée par Grossmann et Hart tente de modéliser l'idée – déjà formulée par Williamson – selon laquelle l'incomplétude contractuelle est problématique lorsque des investissements en actifs spécifiques⁴⁹⁶ sont nécessaires à la réalisation d'une transaction. Les parties risquent alors un sous-investissement (un '*hold up*') de la part de leur partenaire⁴⁹⁷. A partir de la notion de droits de propriété, Grossmann et Hart montrent que l'intégration, comprise comme l'allocation du droit de décision résiduel, permet d'atteindre un optimum dans certaines circonstances, car elle minimise les coûts liés au refus des parties de s'engager (d'investir) pleinement dans la relation. Contrairement à la tradition de la TDP qui définissait la propriété comme un faisceau de droits au premier rang desquels le droit

⁴⁹⁴ S. GROSSMANN et O. HART, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration », 94 *Journal of Political Economy*, 691-719 (1986). Dans le prolongement de cette approche, on retiendra aussi les travaux suivants: O. HART & J. MOORE, « Property Rights and the Nature of the Firm », 98 *Journal of Political Economy*, 1119-1158 (1990); O. HART, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, Clarendon Press (1995).

⁴⁹⁵ La NTDP a parfois été qualifiée de 'théorie des contrats incomplets'. Cette appellation nous semble inadéquate car trop restrictive : elle exclut l'ensemble des travaux qui, tout en étant fondés sur la notion d'incomplétude contractuelle, ne ressortent pas du modèle des droits de propriétés (exemple : la théorie des coûts de transaction).

⁴⁹⁶ Un actif spécifique est un actif dont la valeur dans un usage ou dans une relation particulière est largement supérieure à celle qu'il aurait dans son second meilleur usage. Nous reviendrons plus extensivement sur cette notion dans notre partie consacrée à Williamson.

⁴⁹⁷ Klein, Crawford et Alchian ont montré que l'incomplétude contractuelle était particulièrement problématique lorsque des actifs spécifiques sont en jeu dans une relation. La mobilisation d'un actif spécifique par un agent engendre une quasi-rente (c'est-à-dire un supplément de valeur par rapport au second meilleur usage ou à la valeur de réserve de l'actif) potentiellement appropriable par un partenaire contractuel opportuniste. En effet, une fois investi dans la relation, l'actif spécifique peut être tellement coûteux à transférer vers un autre usage ou vers un autre utilisateur, que le partenaire contractuel est en position de force pour renégocier le contrat et exiger des termes de l'échange plus favorables, sans que le propriétaire de l'actif puisse refuser (car il a peu de pouvoir de marchandage). Pour éviter d'être lésé, le propriétaire sera alors tenté de ne pas spécialiser son investissement pour garder son pouvoir de marchandage. Ce phénomène est appelé '*hold up*'. Il constitue une conséquence directe de l'incomplétude des contrats. En présence de contrats complets, les parties peuvent anticiper et remédier *ex ante* à toutes les occasions de rupture ou de renégociation. [B. KLEIN, R. CRAWFORD & A. ALCHIAN, « Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process », 21 *Journal of Law and*

aux profits, la NTDP soutient que seul le droit de décision résiduel, c'est-à-dire le pouvoir de déterminer ce qui n'a pas été prévu dans le contrat, a un intérêt conceptuel : « *Giving that a contract will not specify all aspects of asset usage in every contingency, who has the right to decide about missing usages ? According to the property rights approach, it is the owner of the asset in question who has this right. That is, the owner of an asset has residual control rights over that asset : the right to decide all usages of the asset in any way not inconsistent with a prior contract, custom or law. In fact, possession of residual control rights is taken virtually to be the definition of ownership.* »⁴⁹⁸

Ainsi, les facteurs conditionnant l'émergence de la firme se distinguent de ceux privilégiés dans l'ancienne TDP. Alors que chez Alchian et Demsetz, la coopération au sein d'une firme était justifiée par l'existence d'inséparabilités technologiques, chez Grossmann et Hart, c'est l'incomplétude des contrats qui rend nécessaire l'invention des firmes et des organisations. L'incomplétude du contrat doit ici se comprendre comme une défaillance dans la coordination des agents : le contrat ne suffit pas, à lui seul, à assurer la coordination, certaines variables ne pouvant faire l'objet d'une écriture *ex ante*. Cependant – et nous reviendrons sur ce point – l'hypothèse de rationalité mobilisée suppose la connaissance par les parties de la liste exhaustive des états de la nature possibles ; aucune contingence de leur est donc imprévisible. Si une contingence n'est pas prévue dans le contrat, c'est parce que les parties ont estimé qu'il serait trop coûteux de l'y inclure. C'est donc exclusivement l'existence de coûts de contractualisation qui rend le contrat incomplet.

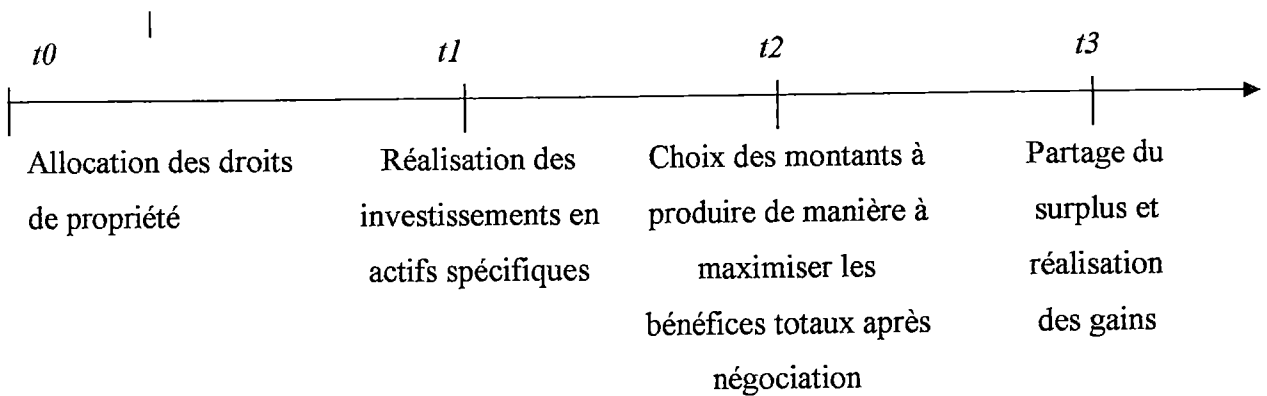
Exposons brièvement le raisonnement qui sous-tend le modèle de Grossmann et Hart, sans entrer dans la formalisation ni dans les détails techniques.

Le modèle repose sur l'entrée en relation de deux agents, chacun propriétaire d'un actif. On suppose qu'il n'y a pas d'asymétrie d'information entre les agents : chaque agent peut observer sans coût les investissements effectués par l'autre. Un investissement est requis *ex ante* par chaque agent, en t_1 , tandis que les décisions de production sont prises *ex post*, en t_2 . On suppose également qu'il est très coûteux de décrire à l'avance et de

Economics, 297-326 (1978), republié dans O. WILLIAMSON & S. MASTEN (eds.), *The Economics of Transaction Costs*, Northampton, Edward Elgar, 71-100 (1999).

⁴⁹⁸ O. HART, *op.cit.*, 30 (1995)

manière non ambiguë les décisions de production. Aucun aspect de la production (les bénéfices, les montants à produire, le niveau d'effort fourni par les agents etc.) n'est supposé être parfaitement contractualisable *ex ante*. Le contrat signé entre les deux agents est donc incomplet, il ne précise pas la manière dont les décisions de production seront prises *ex post*. Les décisions de production feront alors l'objet de négociations en t_2 . Si ces négociations échouent, les quantités à produire sur chaque actif seront imposées unilatéralement par les propriétaires concernés. Rappelons que, selon Grossmann et Hart, la propriété d'un actif équivaut à la détention des droits résiduels de contrôle sur cet actif, à savoir les droits d'user de cet actif de toute manière non prohibée par la loi ou un contrat. Si les individus ne se sont pas fait transférer leurs droits de propriété en t_0 , chacun prendra les décisions de production relative à son actif. En revanche, si un transfert de propriété a eu lieu – pour les raisons qu'on explicitera ci-dessous – l'agent propriétaire des deux actifs décidera pour les deux.



*Schéma : déroulement temporel du modèle de Grossman et Hart.*⁴⁹⁹

La solution retenue par Grossmann et Hart pour le processus de négociation est la suivante. En cas d'échec des négociations, les gains de chaque individu sont équivalents à ceux obtenus sur le marché extérieur (le marché '*spot*'), c'est-à-dire qu'ils équivalent à leurs options extérieures. Un individu possédant deux machines aura évidemment une option extérieure supérieure à un agent ne disposant que d'une seule machine. En revanche, si les individus parviennent à coopérer, le gain total de leur coopération est supposé excéder la somme des options extérieures et ce, d'autant plus que des

⁴⁹⁹ Ce schéma est repris de A. REBERIOUX, *op.cit.*, 52 (2002).

investissements spécifiques ont été réalisés *ex ante*. La différence, ou surplus de la négociation, est partagée en deux (c'est du moins la supposition du modèle). Chaque individu est donc censé recevoir la valeur de son option extérieure (croissante en fonction des actifs en sa possession) augmentée de la moitié du surplus issu de la coopération.

Une relation croissante est donc postulée entre la propriété d'un actif, la position de repli en cas d'échec des négociations (la valeur des options extérieures) et la part du bénéfice total capturé. Les options extérieures – et donc la propriété des actifs soutenant la relation – sont utilisées comme point de menace dans les négociations *ex post* portant sur la quasi rente. En retour, la structure de propriété va influencer les motivations des parties à s'engager dans la relation et donc les niveaux d'investissements réalisés *ex ante* en actifs spécifiques : plus un agent sait qu'il recevra une part importante de la quasi-rente, plus il sera incité à investir.

L'hypothèse défendue par Grossmann et Hart est que, dans certains cas, il est possible d'augmenter l'incitation à investir d'une des parties en lui donnant le contrôle d'actifs supplémentaires. Ainsi, si un des agents détient les droits résiduels de contrôle sur les deux actifs, il possède un pouvoir de marchandage plus important lors de la renégociation, via son utilité de réserve qui est plus élevée. Anticipant un bénéfice plus important (ainsi qu'un rendement marginal de son investissement relativement important), il a donc tendance à surinvestir. A contrario, cette allocation des droits de propriété entraîne une baisse des incitations de l'autre partie à qui on supprime le contrôle sur certains actifs. Ayant un pouvoir de marchandage plus faible, cette dernière aura tendance à sous-investir, une partie des bénéfices de son investissement lui échappant lors de la négociation. La conclusion à laquelle arrivent Grossmann et Hart est alors la suivante : l'intégration, c'est-à-dire l'attribution à une des parties de l'ensemble des droits résiduels de contrôle, est désirable lorsque les investissements *ex ante* de cette partie sont plus importants que ceux de l'autre partie. La non-intégration, quant à elle, est préférable quand les investissements en actifs spécifiques des deux parties ont une importance équivalente. Dans ce cas, il vaut mieux que les deux parties investissent moyennement plutôt que l'une investisse fortement et l'autre pas assez. Comme le souligne Hart, « ...*an agent should own an asset if he has important asset-specific investment decisions to make or if he has human capital essential for the asset's*

use. »⁵⁰⁰ En sommes, la structure de propriété optimale est celle qui permet de minimiser les distorsions introduites dans les décisions d'investissement (à savoir le surinvestissement de la partie qui possède les droits résiduels de contrôle et le sous-investissement de la partie qui a cédé le contrôle).

Dans une thèse récente consacrée à la gestion de l'incomplétude dans les relations contractuelles, Camille Chaserant résume bien le raisonnement qui sous-tend la NTDP. *« L'incomplétude est problématique lorsque des investissements en actifs spécifiques sont nécessaires à la transaction. La potentialité d'un comportement opportuniste de son partenaire conduit l'agent à sous-investir en actif spécifique. L'intégration peut être une solution à ce problème de 'hold up'. Pour modéliser cette idée dans le cadre néo-classique, Grossmann et Hart s'appuient sur la notion de droits de propriété. Le contrat est incomplet car les variables importantes de la transaction, comme les investissements spécifiques, ne sont pas contractualisables, et ce pour des problèmes de vérifiabilité. Il ne peut que préciser l'allocation des droits résiduels de contrôle à l'une des deux parties. »*⁵⁰¹ L'allusion aux problèmes de vérifiabilité fait écho à la question de savoir quels sont les fondements de l'incomplétude dans la NTDP. Sans entrer plus avant dans cette problématique complexe, relevons que certains auteurs associent l'incomplétude à l'invérifiabilité : certaines variables ne sont pas intégrées dans le contrat car elle sont 'invérifiables', c'est-à-dire que leur réalisation n'est observable que pour les deux parties et non par le tribunal qui est censé garantir l'exécution du contrat⁵⁰². L'incomplétude contractuelle est donc engendrée par l'asymétrie informationnelle entre les parties et le tribunal. Fondamentalement, cette invérifiabilité repose sur l'existence de coûts d'écriture : certaines variables (actions ou événements) ne sont pas contractualisables parce que les agents, qui peuvent percevoir les différentes contingences et dimensions de l'action, ne peuvent pas les écrire d'une manière suffisamment claire pour qu'un tiers puisse les vérifier. Cette invérifiabilité est liée à la nature de la transaction et non aux capacités computationnelles des agents : les deux parties connaissent, ou à tout le moins sont capables de 'probabiliser', les différents états de la nature. Par exemple, elles s'accordent sur le fait que tel état permet un accroissement des bénéfices du vendeur, que la qualité du bien est standard, etc. La

⁵⁰⁰ O. HART, *op.cit.*, 95 (1995)

⁵⁰¹ C. CHASERANT, *Rationalité et gestion de l'incomplétude dans les relations contractuelles*, Thèse de doctorat en économie, Université de Paris-X-Nanterre, 51 (2000)

⁵⁰² Voir E. MASKIN & J. TIROLE, « Unforeseen Contingencies, Property Rights and Incomplete Contracts », 66 *Review of Economic Studies*, 83-115 (1999).

difficulté réside plutôt dans la transmission de ces informations aux tiers, principalement les tribunaux. Il est supposé que les différents états de la nature sont complexes et comportent de nombreuses dimensions dont certaines sont très difficiles à décrire (par exemple, l'état de la demande sur la marché, les actions des concurrents, l'état de la technologie de ces derniers, etc.). Une description *ex ante*, suffisamment détaillée pour qu'un tiers puisse vérifier si les conditions ont été réalisées et ainsi exécuter les provisions prévues par le contrat, peut avoir un coût prohibitif. Dans ces conditions, le contrat restera silencieux sur ces états et les actions associés.

Quelle est la vision de la firme sous-jacente à la NTDP ?

Pour Grossman et Hart, la firme est définie comme une structure de propriété édifée par voie contractuelle qui abrite une collection d'actifs physiques (machines, immeubles, patentes, clientèle, etc.). « *A firm's nonhuman assets, then, simply represent the glue that keeps the firm together, whatever this may be.* »⁵⁰³ La firme est donc entièrement identifiée à un réseau de contrats et la centralisation est uniquement justifiée par l'existence de complémentarités entre actifs physiques. Les tenants de la NTDP estiment qu'il n'est pas contradictoire de définir la firme à partir de ses composantes physiques et reconnaître qu'une grande partie de sa valeur provient de son capital humain. Pour Hart, les transferts de propriété (et donc de droits résiduels de contrôle) ne peuvent en aucun cas s'appliquer aux actifs non physiques, c'est-à-dire au capital humain. Ils ne s'appliquent qu'aux actifs physiques. En effet, « *given the absence of slavery, the human capital of these workers belongs to them both before and after the acquisition.* »⁵⁰⁴ Toutefois, dans le modèle de la NTDP, le contrôle sur les actifs physiques conduit indirectement au contrôle sur les actifs humains et donc à l'exercice d'une relation d'autorité. Le détenteur de droits résiduels de contrôle sur un actif peut autoriser (ou inversement exclure) un agent à utiliser cet actif. Dans les termes du modèle de Grossman et Hart, si le propriétaire d'un actif détient les droits résiduels de

⁵⁰³ O. HART, *op.cit.*, 57 (1995)

⁵⁰⁴ O. HART, *op.cit.*, 29 (1995). Cette position, qui met les actifs physiques au centre de la firme, conduit à au résultat critiquable selon lequel une firme ne peut exister en l'absence de tels actifs. Là où seuls des investissements en capital humain ont été entrepris – comme c'est parfois le cas dans certains secteurs de la 'nouvelle économie' (certaines 'start-up', par exemple), l'entité qui a été créée sera vouée à l'instabilité ou à la disparition. Hart le souligne d'ailleurs explicitement « *On the one hand, in many firms – even those without obvious physical equipment – some significant nonhuman assets can be identified. On the other hand, if such assets do not exist, then it is not clear what keeps the firm together, or what defines authority within the firm. One would expect firms without at least some significant nonhuman assets to be flimsy and unstable entities, constantly subject to the possibility of break-up or dissolution. My impression is that the (casual) evidence is not inconsistent with this view.* », *ibidem*, 58-59.

contrôle sur les actifs physiques des deux parties à la relation, alors, de ce fait, il devient l'employeur de son cocontractant (parce que son capital humain est essentiel). Le contrat de travail est ici assimilé à un contrat d'intégration. Le propriétaire d'une firme détient l'autorité sur les salariés par l'intermédiaire du contrôle sur les actifs physiques. De ce point de vue, le contrat de travail ne se distingue pas d'un autre contrat ; sa nature juridique n'est pas tenue pour significative. La seule différence entre un contrat de travail et un contrat de vente est, pour reprendre les termes de Hart, « *when nonhuman assets are present, it is not difficult to understand the difference between the employer-employee situation and the independent contractor situation. In the former case, if the relationship breaks down, the employer walks away with all the nonhuman assets, whereas in the latter case each independent contractor walks away with some nonhuman assets.* »⁵⁰⁵

A l'instar du modèle de la production en équipe de l'ancienne TDP, le modèle de la firme proposé par la NTDP est, dans son interprétation littérale, applicable à la seule firme entrepreneuriale, c'est-à-dire que l'argumentation est fondée sur la présence d'un entrepreneur unique qui cumule les casquettes de dirigeant et de propriétaire. La séparation de la propriété et du contrôle n'est pas, à proprement parler, prise en compte par le modèle. En effet, le message central de Grossmann et Hart est que la propriété de la firme (l'attribution des droits résiduels de contrôle) doit être transférée aux agents dont les investissements en capital humain sont les plus essentiels. Les investissements spécifiques, qui sont requis *ex ante* pour maximiser les gains issus de la coopération (la quasi-rente) et qui justifient l'allocation des droits résiduels de contrôle à leur titulaire, sont nécessairement des investissements en capital humain et non en capital physique. C'est l'agent dont les investissements en capital humain sont les plus nécessaires à la production qui devra être fait propriétaire des actifs physiques. Hart souligne ainsi : « *one very simple implication of the theory is that, ceteris paribus, a party is more likely to own an asset if he or she has an important investment decision (where the investment decision might represent figuring out how to make the asset more productive or looking after the asset). As an example of this, consider the fact that it is usually thought efficient for someone to own the house they live in or the car they drive (...) Presumably the reason is that the person with most influence on the house's or car's value is the*

⁵⁰⁵ O. HART, *op.cit.*, 58 (1995)

user ; giving anybody else ownership or control rights in the asset would dilute the incentive of the user, with non compensating gains since this other person has no effect on asset value. »⁵⁰⁶ On perçoit bien que ce raisonnement est fondé sur l'hypothèse selon laquelle c'est le savoir-faire de l'entrepreneur initial qui est jugé le plus indispensable pour maximiser la quasi-rente issue de la coopération. Or, dans les grandes sociétés par actions, ces sont les actionnaires qui, par le biais de la détention des parts sociales de la société (et des droits qui sont liés à cette détention), sont les détenteurs des droits résiduels de contrôle. Pourtant, étant avant tout des 'apporteurs de fonds', leur investissement en capital humain n'est pas significatif. La plupart du temps, ils ne témoignent d'ailleurs d'aucun engagement personnel dans la société. Les agents dont l'apport en capital humain est le plus crucial sont plutôt à rechercher du côté des managers, des cadres et autres travailleurs. Faut-il en conclure que la NTDP ne permet pas de rendre compte de l'existence des firmes managériales ? Ce serait une conclusion trop hâtive. En effet, pour expliquer la séparation de la propriété et du contrôle qui caractérise la firme contemporaine, Hart fait appel à la notion de délégation de pouvoir : *« the theory developed (in chapter 2) applies most directly to closely held or owner-managed firms, in the sense that it has been supposed that those who own an asset actually exercise residual control rights over the asset. In reality, the owners of a company – particularly a large one – often cannot run the company themselves on a day-to-day basis and so they delegate power to a board of directors and to managers.* »⁵⁰⁷ Le passage de la firme entrepreneuriale à la firme managériale s'explique par le fait que le propriétaire a délégué tout ou partie de ses droits résiduels de contrôle au comité de direction ou à l'équipe managériale. Pour les auteurs, les différences existant entre les firmes entrepreneuriales et managériales ne sont pas telles qu'elles invalident l'analyse en terme de transfert de droits de propriété : *« even though there are important differences between the owner-managed and large company cases, the main insights of the property rights approach continue to be relevant. It is still useful to think of a large company as consisting of non human assets. It is also helpful to analyse a merger in terms of a change in residual control rights.* »⁵⁰⁸

En conclusion, à l'instar de l'ancienne TDP avec laquelle elle conserve une grande proximité, la NTDP propose un raisonnement visant à justifier l'existence de la firme

⁵⁰⁶ O. HART, *op.cit.*, 49-50 (1995)

⁵⁰⁷ O. HART, *op.cit.*, 62 (1995)

⁵⁰⁸ O. HART, *op.cit.*, 62 (1995)

capitaliste à partir d'une analyse de la structure de propriété sous-jacente à cette dernière. Entièrement édifiée par voie contractuelle, cette structure répond à un principe d'efficience dans la mesure où elle incite les acteurs à fournir un niveau optimal d'investissement en actifs spécifiques. En cela, elle minimise les effets néfastes du *hold up* qui sont consubstantiels à toute situation de coopération. Contrairement au modèle proposé par les tenants de l'ancienne théorie des droits de propriété, la nouvelle théorie met l'incomplétude contractuelle au cœur de son raisonnement : suivant les circonstances, l'intégration (au sein d'une firme) constitue une solution optimale à l'incomplétude. Elle soutient, par ailleurs, que ce sont les droits résiduels de contrôle qui constituent les principaux facteurs incitatifs en matière d'investissement. En cela, elle se distingue de l'ancienne TDP qui se focalise sur les droits aux revenus résiduels. Chez Grossmann et Hart, le lien entre contrôle résiduel et rendement résiduel n'est qu'indirect, via l'impact des droits résiduels de contrôle sur le pouvoir de marchandage. Le manager qui possède le contrôle résiduel augmente son utilité de réserve et donc son pouvoir de marchandage. Certains auteurs⁵⁰⁹ ont critiqué cette étanchéité entre les deux types de droits résiduels et ont souligné que le pouvoir incitatif de la propriété résidait dans le couplage de ces deux droits. La notion de droits de propriété serait multidimensionnelle et se référerait à un éventail de droits comme le droit d'usage, de droit au rendement, le droit d'aliéner, etc. La reconnaissance du caractère pluriel de la propriété a évidemment l'avantage d'enrichir la vision de la NTDP (ainsi que d'être plus en phase avec la conception juridique de la propriété), mais il faut reconnaître qu'elle pose un problème d'ordre plus conceptuel : dans le modèle de Grossmann et Hart, il est supposé que certaines variables ne sont pas contractualisables mais que la propriété, au sens des droits résiduels de contrôle, l'est. Or si on admet que le droit de propriété est multidimensionnel, comment justifier que seul le droit résiduel de contrôle serait contractualisable et ainsi constituerait une meilleure solution contre l'opportunisme que tout autre arrangement contractuel ? Nous reviendrons sur ce problème dans les conclusions de cette partie car il constitue un symptôme du caractère problématique de la conception de l'efficience mobilisée par la NTDP pour traiter de l'incomplétude des contrats.

⁵⁰⁹ P. MILGROM & J. ROBERTS, *op.cit.* (1992), B. CORIAT & O. WEINSTEIN, *op.cit.* (1995).

CHAPITRE 4

LA CONCEPTION CONTRACTUALISTE DE LA *CORPORATE GOVERNANCE*, DU RAPPORT SALARIAL ET DE L'ACTIONNARIAT SALARIE.

Quelles sont les conceptions de la *corporate governance*, du rapport salarial ainsi que de l'actionnariat salarié sous-jacentes à la théorie contractualiste que nous venons de présenter au travers des trois grands modèles qui la composent ? Dans ce chapitre, nous tentons de répondre à ces questions. Nous verrons qu'appliqués à la problématique de la gouvernance d'entreprise, les travaux contractualistes confortent une vision 'actionnariale' de l'entreprise : l'efficience microéconomique commande que la structure de gouvernance de la firme soit orientée vers la maximisation des intérêts des seuls actionnaires. En d'autres termes, l'apologie de la souveraineté actionnariale constitue le point nodal des approches microéconomiques contractualistes, actuellement dominantes dans les débats sur la firme et sa gouvernance. Quant au mécanisme de l'actionnariat salarié, il constitue, selon cette approche, un arrangement contractuel, parmi d'autres, visant à inciter les travailleurs à adopter des comportements conformes à l'intérêt des actionnaires.

I. La conception contractualiste de la *corporate governance*

La notion de 'contrat' constitue, on l'a vu, le point d'entrée commun de la théorie de l'agence et de celle des droits de propriété pour analyser la problématique de la gouvernance d'entreprise. Dans le modèle des droits de propriété d'Alchian et Demsetz, la firme apparaît comme un nœud de contrats, une fiction légale servant de lieu de réalisation d'un processus complexe d'équilibre entre les objectifs conflictuels d'individus, à l'intérieur d'un cadre de relations contractuelles. La problématique de

l'agence identifiée par Jensen et Meckling reprend ce cadre d'analyse tout en se concentrant sur les relations d'agence existant entre les individus qui contractent au sein d'une firme. Comme le relèvent Shleifer et Vischny, « *the agency problem is an essential element of the so-called contractual view of the firm.* »⁵¹⁰ Quant à la nouvelle théorie des droits de propriété, elle assimile la firme à une collection d'actifs physiques détenus en commun. Mais la structure de propriété qui encadre ces actifs est entièrement édifiée par voie contractuelle.

L'appui sur la notion de contrat conduit à privilégier les détenteurs du capital social – les actionnaires – dans l'analyse de la répartition du pouvoir au sein des sociétés commerciales. En cela, la théorie contractualiste peut être qualifiée d'actionnariale (*'shareholder oriented'*) car orientée vers la maximisation des intérêts des actionnaires : l'équipe dirigeante est censée être l'agent des actionnaires, sa mission première étant de servir au mieux leurs intérêts. Dans leur revue de la littérature, Shleifer et Vischny expriment cette orientation sans détour : « *Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them ? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects ? How do suppliers of finance control managers ?* »⁵¹¹

La théorie positive de l'agence et la théorie des droits de propriété (tant l'ancienne que la nouvelle) reposent sur l'idée selon laquelle, parmi l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, les actionnaires jouissent d'une position de surplomb. Contrairement à une certaine tradition, cette position ne provient pas d'un quelconque statut de propriétaire qui leur serait conféré, mais elle résulte d'un arrangement contractuel supposé optimal. Selon la perspective contractualiste, aucune partie n'est à proprement parler 'propriétaire' de la firme. Chacun des acteurs détient tout au plus une ressource (un *'input'*) qu'il apporte à l'entreprise sous la forme de capital physique, humain ou financier. La position privilégiée des actionnaires provient simplement du fait que ces derniers ont contracté en vue d'obtenir des droits de gouvernance sur l'entreprise. Rien n'empêche les autres parties (les travailleurs ou les créanciers, par exemple) de protéger leurs intérêts en négociant des droits résiduels de contrôle et/ou des droits aux bénéfices

⁵¹⁰ A. SHLEIFER & R. W. VISCHNY, « A Survey of Corporate Governance », 52 *The Journal of Finance*, 740 (1997).

⁵¹¹ A. SHLEIFER & R. W. VISCHNY, *op.cit.*, 737 (1997).

résiduels. S'ils ne l'ont pas fait, c'est parce que leur utilité est mieux servie en abandonnant toute prétention à la gouvernance en échange de l'obtention de revenus fixes et invariables (le remboursement de la créance ou le versement d'un salaire). Selon la description qu'en offre David Millon : « *the theory of the corporation sketched here [à savoir la théorie contractualiste] conceives of the firm as nothing more than the product of individual actors freely contracting according to their own utility calculations.(...) To the extent that other participants in corporate activity wish to protect their interests, freedom of contract allow them to do so.* » .En somme, ce sont les choix contractuels individuels qui déterminent quels sont les arrangements efficaces en matière de *corporate governance* : « *whether the terms are supplied by actual bargaining or by the standard-form provisions of state corporate law, market forces and individual choice determine the outcomes. Corporate law rules should seek only to duplicate the terms that individual shareholders and managers would have agreed upon if they had engaged in actual bargaining.* »⁵¹² Par ailleurs, la théorie contractualiste postule également que le processus de sélection naturelle qui est à l'œuvre sur le marché est tel qu'il tend à éliminer les firmes ayant opté pour un mode de gouvernance qui ne serait pas conforme à celui que permet un calcul d'optimisation. Le libre jeu de la concurrence valorise ainsi les dispositifs orientés vers la maximisation des intérêts des actionnaires

Reprenons brièvement les arguments qui servent de soutien à la souveraineté actionnariale dans les trois modèles théoriques contractualistes que nous avons examinés (TPA, TDP, NTDP).

1. Dans la **théorie positive de l'agence**, la justification fondamentale du biais en faveur des actionnaires réside non pas dans l'attribution à ces derniers de la qualité de propriétaires mais dans leur désignation comme les porteurs du risque résiduel dans l'entreprise⁵¹³. C'est parce que les actionnaires assument le risque résiduel dans la firme qu'une préséance leur est accordée dans la répartition des pouvoirs : « *contracts that direct decision towards the interests of residual claimants also add to the survival of organizations.* »⁵¹⁴ Le principe d'internalisation des externalités qui est à la base de la microéconomie traditionnelle veut, en effet, que le pouvoir soit attribué à la partie qui dispose des incitations appropriées pour prendre des

⁵¹² D. MILLON, « Theories of the Corporation », 39 *Duke Law Journal*, 231 (1990).

⁵¹³ « *We first set aside the typical presumption that a corporation has owners in any meaningful sense.* », E.F. FAMA, *op.cit.*, 289 (1980).

⁵¹⁴ E. F. FAMA & M. C. JENSEN, *op.cit.*, 303 (1983a)

décisions qui affecteront positivement la quasi-rente générée par l'entreprise. Les actionnaires, qui apportent les capitaux propres, assument intégralement les conséquences de la variabilité du revenu résiduel, c'est-à-dire du profit. Ils sont donc incités à maximiser le revenu global de l'entreprise. Comme le relèvent Easterbrook et Fischel, « *shareholders are the residual claimants to the firm's income. Creditors have fixed claims, and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of the shareholders, whose claims stand last in line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives (collective choice problems notwithstanding) to make discretionary decisions.* »⁵¹⁵ La structure contractuelle consistant à attribuer la souveraineté aux actionnaires trouve donc sa justification fondamentale dans le fait qu'elle conduit à une minimisation des coûts, cette minimisation étant conforme aux intérêts des actionnaires car elle maximise leurs revenus. Ajoutons que, dans le modèle de Jensen et Meckling, la fonction d'assomption du risque attribuée aux actionnaires est facilitée par l'existence d'un marché financier réputé efficient du point de vue informationnel. On a vu, en effet, que le marché financier accomplit une fonction de contrôle : il offre simultanément une mesure parfaite de la performance de l'entreprise et un système incitatif parfait⁵¹⁶. Une fois reconnue la position de surplomb des actionnaires, la TPA s'intéresse à l'analyse de l'interaction entre ces derniers et l'équipe managériale. Dans les sociétés managériales, les fonctions de gestion, de contrôle et d'assomption des risques sont allouées à des agents différents. Selon Fama et Jensen, les détenteurs de créances résiduelles (les actionnaires) ont intérêt à déléguer les fonctions de gestion et de contrôle à des agents spécialisés à cet effet. Les managers sont considérés comme les 'agents' des actionnaires, leur mission première étant de servir au mieux les intérêts de ces derniers. Aussi, les pertes causées par l'opportunisme des managers sont-elles qualifiées de coûts d'agence, la manière dont ces coûts sont gérés et minimisés constituant le problème central de la TPA.

⁵¹⁵ F. H. EASTERBROOK & D. R. FISCHEL, *op.cit.*, 67-68 (1993).

⁵¹⁶ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, (1976) ; voir aussi « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. WERIN & H. WIJKANDER (eds), *Contract Economics*, Blackwell, 251-274 (1992).

Rien d'étonnant, dès lors, que bon nombre des travaux de la TPA consacrés à la *corporate governance* se concentrent sur l'étude des dispositifs destinés à 'discipliner' les managers, afin d'assurer que ces derniers adoptent des comportements conformes aux intérêts des actionnaires. Les dispositifs étudiés sont à la fois externes et internes (à l'entreprise). Du côté des dispositifs externes, le marché du travail, le mécanisme des OPA et l'activisme de certains investisseurs (notamment les institutionnels) ont fait l'objet d'une attention particulière. Du côté des dispositifs internes figurent le conseil d'administration (chargé d'exercer une fonction disciplinaire), les rémunérations incitatives (principalement sous la forme de stock options), la surveillance interne par voie hiérarchique et la mise en place de divers comités (rémunération, nominations, audit, etc.). Chez Jensen et Meckling, les forces de la concurrence marchande jouent un rôle primordial pour discipliner les managers⁵¹⁷ : si les marchés sont parfaits, les managers vont internaliser les coûts liés à leurs éventuels comportements opportunistes (en cas de prise de contrôle hostile, par exemple, ils seront remplacés en faveur d'une équipe dirigeante plus performante). Les investisseurs potentiels vont, quant à eux, anticiper les pertes causées par l'opportunisme des dirigeants pour les refléter dans le prix de leurs services.

2. **L'ancienne théorie des droits de propriété** est fondée sur une analyse des problèmes posés par la production en équipe : d'une part, les problèmes de mesure ('metering problem') consistant à évaluer correctement la productivité marginale des différents participants pour y faire correspondre la rémunération et d'autre part, les problèmes de '*free riding*'. Pour solutionner ce problème, Alchian et Demsetz élaborent un modèle fondé sur la désignation d'un spécialiste du management et de la surveillance, qui sera chargé d'observer et de dicter les comportements des individus afin d'inciter ces derniers à minimiser les coûts résultant de leur interaction. Pour encourager le dirigeant à collaborer efficacement, celui-ci sera désigné comme bénéficiaire résiduel des gains issus des travaux de l'équipe. Ainsi, à l'instar de la solution défendue par la TPA, le statut privilégié du dirigeant-actionnaire provient de sa qualité de bénéficiaire résiduel : c'est parce qu'il est le bénéficiaire résiduel qu'il est le mieux placé pour exercer les droits de contrôle et de

⁵¹⁷ M. JENSEN & W. MECKLING, *op.cit.*, (1976)

gouvernance. Certes, le raisonnement d'Alchian et Demsetz repose sur une analyse de la firme entrepreneuriale dans laquelle il n'y a pas de dissociation entre les qualités d'actionnaire et de propriétaire. Mais, les auteurs utilisent, par analogie, le même raisonnement pour rendre compte de la position privilégiée des actionnaires dans les firmes managériales (les sociétés par actions). L'exercice, par le manager, de la fonction de contrôle résulte d'un mécanisme de délégation de pouvoir de la part des actionnaires : « *effective control of corporate activity is achieved for most purposes by transferring decision authority to a smaller group, whose main function is to negotiate with and manage (renegotiate with) the other inputs of the team. The corporate stockholders retain the authority to revise the membership of the management group and over major decisions that affect the structure of the corporation and its dissolution.* »⁵¹⁸ La situation de la firme entrepreneuriale est transposable à la firme managériale : les actionnaires des sociétés managériales ont, en quelque sorte, le même statut analytique que l'entrepreneur-actionnaire de la firme entrepreneuriale. Suite à une délégation de pouvoir, les managers exercent des responsabilités au nom et pour le compte des actionnaires. Les coûts engendrés par cette dissociation entre les fonctions actionnariale et managériale (suite à la perte de contrôle des actionnaires) sont relativisés par la prise en compte du rôle disciplinaire exercé par les marchés : les actionnaires récupèrent, au travers des marchés financiers, le pouvoir qu'ils ont délégué. Par le biais des prises de contrôle et OPA, les actionnaires peuvent sanctionner les équipes managériales opportunistes. Rappelons que la position des actionnaires ne s'assimile pas à celle de 'propriétaires' puisque, dans la conception contractualiste, le concept de propriété de l'entreprise n'a pas de sens, cette dernière étant une coquille vide abritant un ensemble de relations interindividuelles⁵¹⁹.

3. Dans la **nouvelle théorie des droits de propriété** qui entend raisonner au départ d'une hypothèse d'incomplétude contractuelle, c'est le risque de sous-investissement ('*hold up*') et les coûts qu'il génère qui justifient l'attribution aux actionnaires d'un statut privilégié (l'octroi des droits résiduels de contrôle). Les actionnaires étant supposés être les parties dont l'investissement en capital humain est le plus essentiel à l'entreprise, c'est à eux que doivent être attribués les droits de

⁵¹⁸ A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *op.cit.* 788 (1972).

⁵¹⁹ « *The stockholders are 'merely' the less risk-averse of the more optimistic members of the group that finances the firm. (...) So, why should stockholders be regarded as 'owners' in any sens distinct from the other financial investors.* », in A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *op.cit.* 789 (1972).

gouvernance sur les actifs physiques qu'abrite l'entreprise⁵²⁰. La taille de la quasi-rente générée par l'entreprise est directement fonction du choix opéré en faveur d'une structure de gouvernance dans laquelle les actionnaires détiennent les droits de décision résiduels. A l'instar de l'ancienne théorie des droits de propriété, la NTDP fait appel au mécanisme de la délégation de pouvoir pour expliquer la séparation de la propriété et du contrôle qui caractérise la firme moderne. Elle ancre toutefois cette délégation de pouvoir dans l'hypothèse d'incomplétude contractuelle. Les problèmes de la séparation de la propriété et du contrôle ne se posent pas dans un univers de contrats complets, car les actionnaires peuvent négocier un contrat dans lequel toutes les missions confiées aux managers sont parfaitement spécifiées pour tous les états de la nature possible. Shleifer et Vischny fondent d'ailleurs leur analyse sur ce raisonnement: « *because of these problems in designing their contract, the manager and the financier have to allocate residual control rights – i.e., the rights to make decisions in circumstances not fully foreseen by the contract. The theory of ownership addresses the question of how these residual control rights are allocated efficiently.* »⁵²¹

En conclusion, les trois pans de la théorie contractualiste offrent une assise non négligeable à la vision de l'entreprise comme devant être orientée vers la maximisation des intérêts des actionnaires en tant que créanciers résiduels, le problème central consistant à inciter les diverses parties prenantes à adopter des comportements orientés vers la création de valeur actionnariale. La valeur actionnariale, qui se base sur la valeur de marché des titres des actionnaires, constitue ainsi le critère opérationnel qui est utilisé pour mesurer l'efficacité organisationnelle⁵²².

⁵²⁰ Nous avons vu que les droits de contrôle sur les actifs physiques confèrent à leur détenteur un pouvoir de contrôle indirect sur les actifs humains.

⁵²¹ A. SHLEIFER & R. W. VISCHNY, *op.cit.*, 741 (1997).

⁵²² Dans la perspective de la TPA, le contrôle des actionnaires sur la composition du conseil d'administration a été analysé comme une solution organisationnelle efficiente. Cette efficacité a été testée en mesurant l'incidence de la composition du conseil d'administration sur le cours de bourse. Pour une synthèse de la littérature, voir G. CHARREAUX & J.-P. PITOL-BELIN, « La théorie contractuelle des organisations, une application au conseil d'administration », *Economies et Sociétés – Série Sciences de Gestion*, n°6, 149-181 (1985).

II. La conception contractualiste du rapport salarial

Dans la perspective contractualiste, les relations qui lient les membres de la firme sont purement interindividuelles et contractuelles. Les parties sont des cocontractants égaux les uns par rapport aux autres, la firme ne se caractérisant par aucun pouvoir disciplinaire ou d'autorité différent de celui qui existerait dans une relation de marché.

Alchian et Demsetz, pour ne citer qu'eux, ont explicitement soutenu qu'il n'y a pas de différence fondamentale entre la relation (contractuelle) d'un salarié à son employeur et la relation d'un consommateur à son épicier⁵²³. Comme nous l'avons souligné, ceci conduit en définitive à considérer qu'il n'y a pas d'opposition fondamentale entre la firme et le marché.

En ce qu'elle met le droit résiduel de contrôle au cœur de son raisonnement, la nouvelle théorie des droits de propriété semble distinguer plus nettement la firme – et 'l'autorité qui y est exercée par le 'propriétaire' (le détenteur des droits résiduels) – du marché. Zingales affirme ainsi, au sujet de la théorie de Grossman et Hart, « *ownership matters because it confers the right to make decisions in all the contingencies unspecified by the initial contract.(...) This definition has the merit of differentiating between a simple contractual relationship and a firm.* »⁵²⁴ Certes, le contrôle sur les actifs physiques que procure le droit résiduel de contrôle confère au détenteur un droit indirect de contrôle sur les actifs humains, car il dispose de la possibilité d'exclure un agent de l'usage de ces actifs physiques. Mais, dans l'optique de la NTDP, rien ne permet de distinguer analytiquement un contrat de travail d'un autre contrat. L'employeur possède une 'autorité' sur les travailleurs, non à cause de la nature spécifique du contrat de travail, mais à cause du contrôle qu'il exerce sur les actifs physiques. L'attribution de ce droit de contrôle résulte d'ailleurs d'une négociation ayant pour objet l'échange de droits de propriété. Il correspond à la recherche de la forme de gouvernance optimale permettant de maximiser les gains issus de la coopération. Le travailleur est donc supposé avoir négocié contractuellement le lien de 'subordination' qui le lie à l'employeur.

La doctrine juridique anglo-américaine fait largement écho à cette conception contractualiste de la relation de travail, le modèle juridique dominant de l'entreprise restant fortement indexé à une approche économique qui analyse en terme d'efficience

⁵²³ A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, *op.cit.* (1972).

⁵²⁴ L. ZINGALES, « *Corporate Governance* », in P. NEWMAN (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press, 497-502 (1998)

les différentes relations entre les parties prenantes. Jonathan Macey l'exprime sans détour : « *because non shareholder constituencies decline to contract for the right to veto certain transactions does not mean that they are unable to do so. Rather, the absence of contractual protection for non shareholder constituencies may simply reflect the fact that such constituencies are unwilling to pay for such protection in the form of lower wages or lower interest rates on debt. (...) The point here is not to suggest that workers actually have the contracting power to protect their wages, hours, and working conditions. Rather the point is simply that, unlike shareholders, it is at least technologically possible for workers to protect themselves by drafting string contractual provisions in their favor.* »⁵²⁵ L'idée sous jacente est bien que le travailleur n'occupe pas une position fondamentalement différente dans l'entreprise que l'actionnaire. Il est un contractant parmi d'autres. Dans la firme contractualiste, le contrat de travail s'enchaîne dans la cohérence globale de l'axiomatique issue de la théorie des contrats : autonomie des choix, rationalité et recherche de l'efficacité. La délégation du droit sur le fruit du travail au détenteur des droits résiduels réalise l'organisation de la conjonction des intérêts. En effet, la vente libre des droits de propriété sur le travail est rendue possible moyennant un prix, le salaire. Le contrat de travail est librement passé et peut être librement rompu. Comme un agent demeure entièrement propriétaire de son droit sur lui-même, il peut vendre les fruits de son travail à un autre employeur ou créer sa propre entreprise.

III. La conception contractualiste de l'actionnariat salarié

L'étude des dispositifs incitatifs et disciplinaires est au cœur des modèles contractualistes de l'entreprise. Dans ces modèles, et celui de la TDP l'a spécifiquement mis en lumière, l'entreprise est un moyen efficace d'organiser et de mesurer l'effort

⁵²⁵ J. R. MACEY, "An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries of corporate fiduciary duties", 21 *Stetson Law Review*, 37 (1991). Relevons également la remarque de David Millon: « *the neoclassical economic analysis on which the contractarian position rests acknowledges that nonshareholders may be affected negatively by managerial pursuit of shareholder wealth maximisation (...) Contractarians insist that employees, creditors, and other vulnerable non shareholder constituent groups can protect themselves from such externalities through contract and should do so to the extent that protection is desired.* ». [D. MILLON, « Communitarism in Corporate Law : Foundations and Law Reform Strategies », in L. E. MITCHELL (ed.) *Progressive Corporate Law*, Westview Press, 3-4 (1995)].

collectif, car elle attribue à l'entrepreneur – employeur⁵²⁶ les droits au rendement résiduel. Ayant acheté la force de travail des travailleurs, l'employeur la juge, l'évalue, et la rétribue en toute 'justesse' économique et au nom de la maximisation de son intérêt. Les individus maximisent leur utilité et sont soumis aux contraintes imposées par la structure du système dans lequel ils opèrent. La TPA a montré que si les agents (les parties prenantes de l'entreprise) ont un comportement rationnel, il naîtra inévitablement des conflits générateurs de coûts d'agence. La source de la performance organisationnelle est issue de la minimisation de ces coûts. On se rappellera que, dans la perspective contractualiste, les firmes qui survivent dans un environnement concurrentiel sont celles qui ont les systèmes de contrôle et d'autorité les plus efficaces, c'est-à-dire celles qui minimisent leurs coûts d'agence pour un même niveau d'activité et de performance.

Du point de vue de la théorie contractualiste, l'actionnariat salarié s'analyse comme un mécanisme incitatif visant à aligner les intérêts des actionnaires et des travailleurs. Il contribue à la fidélisation des salariés et participe au système de sanction/récompense de leurs comportements. Selon cette approche, les travailleurs-actionnaires (c'est-à-dire ceux qui détiennent des actions de la société qui les emploie) sont considérés comme des actionnaires non dominants, ne jouant pas de rôle spécifique dans la gouvernance de leur entreprise. L'octroi d'actions constitue simplement une dimension parmi d'autres de la rémunération, une rémunération incitative sans incidence sur les relations de pouvoir. Comme le souligne Andrew Pendleton, « *although these authors (c'est-à-dire les contractualistes et plus particulièrement Jensen et Meckling) were not sympathetic to employee ownership and codetermination, it has been widely argued that financial participation will reduce agency and bonding costs by providing employees with incentives to share information and to give commitment to the objective of the firm.* »⁵²⁷

On doit à l'économiste français Philippe Desbrières une analyse de l'actionnariat salarié financière indexée sur une théorie contractualiste de l'entreprise⁵²⁸.

⁵²⁶ Il est bien entendu que, dans la firme managériale, ce sont les actionnaires qui détiennent les droits résiduels, même s'ils ont délégué certaines fonctions de gestion et de contrôle à un manager qui est censé agir comme leur agent.

⁵²⁷ A. PENDLETON, *Employee Ownership, Participation and Governance : a study of ESOPs in the U.K.*, London, Routledge, 10 (2001).

⁵²⁸ P. DESBRIERES, *Participation Financière, Stock-Options et Rachats d'Entreprise par les Salariés*, Paris, Economica (1991) ; « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in G. CHARREAUX (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises – Corporate Governance, Théories et Faits*, Paris, Economica, 361-395 (1997a) ; « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in G. CHARREAUX (éd.),

Selon Desbrières, un des premiers référentiels mobilisables pour analyser la position des travailleurs au sein de l'entreprise provient de la théorie de l'agence. Cette théorie, on l'a vu, prend pour point d'entrée les relations contractuelles d'agence existant entre les différentes parties prenantes de l'entreprise et étudie les mécanismes d'incitation, de motivation et de contrôle qui sont rendus nécessaires lorsque de telles relations s'établissent. La relation entre le dirigeant-employeur (qui est mandaté par les actionnaires pour exercer les fonctions de gestion et de décision) et les travailleurs (qui sont chargés de la mise en œuvre des décisions des dirigeants) est assimilée à une relation d'agence entre un principal - le dirigeant - et un agent - les travailleurs. Selon ce schéma, le dirigeant-employeur requiert du travailleur qu'il agisse au mieux de ses intérêts, ce qui implique une délégation de pouvoir, en contrepartie d'une rémunération. Cette relation d'agence est potentiellement conflictuelle car, d'une part, les intérêts du principal et de l'agent diffèrent et, d'autre part, l'observation et le contrôle de la bonne exécution du contrat sont coûteux. Elle génère des coûts d'agence qui proviennent de la propension de chacun à privilégier son propre intérêt ainsi que du caractère incomplet des contrats (il est impossible, car trop coûteux, d'inclure dans le contrat toutes les contingences susceptibles d'intervenir pour tous les états possibles de la nature).⁵²⁹ Notamment, les efforts déployés par les salariés pour maximiser la richesse du principal peuvent intervenir négativement dans leur fonction d'utilité : par exemple, les salariés sont susceptibles d'adopter des comportements nuisibles aux intérêts des dirigeants et actionnaires (réduction des efforts, absentéisme, *free-riding*, etc.) pouvant avoir un impact négatif sur la qualité, la rentabilité ou la productivité de la firme.

L'actionnariat salarié (ainsi que toute autre forme d'implication patrimoniale des travailleurs) peut être vu comme un mécanisme permettant de limiter les sources de conflits entre dirigeant et actionnaires et donc de minimiser les coûts d'agence. L'idée sous-jacente est que l'octroi de rémunérations liées à la performance de l'entreprise va inciter les travailleurs à adopter des comportements ayant un impact positif sur cette performance et donc sur leur niveau de rémunération. Il possède également un attrait là où il s'agit d'attirer et de fidéliser les salariés hautement qualifiés. Selon Liebeskind, toute firme caractérisée par une forte intensité en capital humain a intérêt à mettre en

Le Gouvernement des Entreprises – Corporate Governance, Théories et Faits, Paris, Economica, 397-417 (1997b) ; « Les actionnaires salariés », 141 *Revue Française de Gestion*, 255 (nov-déc. 2002). S'agissant de cette dernière contribution, nous nous sommes basés sur la version « Working Paper- Université de Bourgogne, FARGO : research center in Finance, Organizational Architecture and Governance » téléchargeable sur www.repec.org.

⁵²⁹ Pour une explication de ce que recouvre la notion de contrat incomplet dans la théorie de l'agence, nous renvoyons le lecteur à nos développements consacrés à la TPA.

place des mécanismes incitatifs de façon à réaliser les objectifs suivants : (i) attirer les salariés hautement qualifiés ; (ii) les amener à développer leur capital humain ; (iii) les retenir pour une durée suffisante afin de bénéficier de la production de ce capital humain en termes de droits de propriété intellectuelle et de produits commercialisés. En octroyant sur le long terme des droits sur la richesse créée, l'actionnariat salarié est supposé permettre la réalisation de ces trois objectifs⁵³⁰.

Sachant qu'une relation d'agence est toujours à double sens, Desbrières relève, à juste titre, qu'on peut également considérer que les salariés sont les 'principaux' de la relation d'agence qui les lie à la firme: en louant leur capital humain à la firme en contrepartie d'une quasi-rente⁵³¹, ils sont susceptibles de voir la productivité marginale de leur capital affectée par les décisions des dirigeants. Le problème posé est alors celui du contrôle que les salariés peuvent exercer pour veiller à la sauvegarde de leurs intérêts. Cet aspect est d'autant plus important que, comme le relève Coff, les travailleurs possèdent des actifs (le capital humain) difficilement duplicables ou transférables en raison de leur spécificité et de leur imbrication dans les systèmes sociaux internes et externes à la firme ainsi qu'en raison de la causalité ambiguë qu'ils entretiennent avec la performance⁵³². L'intensité du contrôle par les salariés de l'utilisation qui est faite par la firme de leur capital humain est fonction de la valeur de ce dernier et du degré d'asymétrie informationnelle concernant le comportement des actionnaires et des dirigeants. Selon Desbrières, qui reprend un argument issu des travaux de Williamson, ce sont surtout les travailleurs hautement qualifiés (ceux qui font d'importants investissements en capital humain spécifiques à la firme) qui sont en demande de mécanismes de contrôle : vu la spécificité de leur investissement, ce dernier sera difficilement 'redéployable' sur le marché du travail et donc ces travailleurs attendent en retour un partage des gains qu'ils auront contribué à réaliser. Les travailleurs faiblement qualifiés, quant à eux, sont suffisamment protégés par les protections contractuelles traditionnelles issues de leur contrat de travail. Nous reviendrons plus extensivement sur cet argument dans notre partie consacrée à Williamson et la théorie des coûts de transaction.

⁵³⁰ J.-P. LIEBESKIND, « Ownership, Incentives, and Control in New Biotechnology Firms », in M. BLAIR & T. KOCHAN (eds.), *The New Relationship : Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 299-333 (2000).

⁵³¹ Rappelons que la quasi-rente équivaut au supplément de rémunération perçu en plus de la rémunération minimale nécessaire à la poursuite de la transaction. Elle tient compte de la perte de valeur due à l'accroissement de la spécificité de l'actif une fois la relation établie.

⁵³² R. COFF, « Human Assets and Management Dilemmas : Coping with Hazards on the Road to Resource-Based Theory », 22 *Academy of Management Review*, 374-402 (1997).

Soulignons simplement ici que, s'agissant des travailleurs hautement qualifiés, l'actionnariat salarié peut être vu comme un mécanisme qui leur confère un certain nombre de droits (il s'agit des droits liés à la détention d'actions, comme la participation à l'assemblée générale, le droit de vote, etc.) leur permettant de sauvegarder leurs intérêts et de contrôler les décisions des dirigeants. « *L'adoption de formules d'actionnariat des salariés peut constituer une solution peu coûteuse et efficace pour assurer la stabilité de la coalition en place ou, en d'autres termes, favoriser le développement d'une coopération entre les parties prenantes, puisqu'il s'agit d'un mécanisme d'incitation à la performance qui permet la représentation des salariés dans les organes de décision et de contrôle de la firme.* »⁵³³

Au total, le mécanisme de l'actionnariat salarié peut donc être analysée sous deux angles complémentaires: il permet aux travailleurs de protéger leur capital humain et il aide les dirigeants à maintenir l'avantage compétitif de l'entreprise ainsi que la valeur du capital humain que celle-ci a contribué à créer.

Les contractualistes soulignent cependant que la mise en place de formules d'implication patrimoniale pose un certain nombre de problèmes qui en conditionnent l'efficience.

→ Premièrement, en contraignant les salariés à investir tout ou partie de leur richesse dans l'entreprise, alors qu'ils y ont déjà placé leur capital humain, on aboutit à une concentration du risque susceptible de produire des effets contre-incitatifs. Selon Desbrières, une des solutions à ce problème est de mélanger les formules de participation financière avec des rémunérations salariales classique et éventuellement avec d'autres primes liées à des mesures comptables de la performance. Ceci expliquerait l'existence, dans certaines entreprises, de montages financiers complexes combinant différentes formules de participation, éventuellement avec l'appui d'un financement avec effet levier.

→ Deuxièmement, les efforts individuels des salariés n'ont pas nécessairement un impact sur le cours de bourse, car celui-ci est affecté par des risques de marché

⁵³³ P. DESBRIERES, *op.cit.*, 7 (2002).

totalement extérieurs aux comportements des salariés. Le caractère incitatif de la formule peut toutefois être préservé en conditionnant l'octroi d'actions à la réalisation d'objectifs correspondant à une performance plus locale ou individuelle. H. Demsetz a ainsi déploré que, le plus souvent, la rémunération des dirigeants est liée au cours de l'action, sans tenir compte, par exemple, de la performance de la société comparativement aux autres entreprises du secteur. Selon lui « *si on construisait un cours de la société, normé par la moyenne des cours des entreprises concurrentes, le système de détermination de la rémunération des dirigeants serait partiellement à l'abri des variations de cours non attribuables à des acteurs que la direction ne contrôle pas.* »⁵³⁴

- Troisièmement, l'efficience de l'octroi de rémunérations incitatives dépend du niveau de participation par rapport au salaire, voire de la structure et de la composition du patrimoine des bénéficiaires (la fortune personnelle des travailleurs). Selon Lambert, Larcker et Verrechia, il existerait une relation négative entre, d'une part, l'utilité et le pouvoir incitatif de l'actionnariat salarié et, d'autre part, la part relative du patrimoine des bénéficiaires qui est sensible à l'évolution de la valeur de marché des titres⁵³⁵. Ce problème renvoie au dosage entre les différents types de rémunérations (fixes ou variables) en fonction des différentes catégories de travailleurs.
- Quatrièmement, une critique qui a fréquemment été soulevée à l'encontre du caractère incitatif de l'actionnariat salarié, est liée au phénomène du '*free-riding*' : individuellement, les travailleurs tendent à ne pas modifier leurs comportements opportunistes (réduction de l'effort, absentéisme, etc.) car ils estiment pouvoir profiter d'une partie de l'enrichissement produit par l'effort collectif des autres travailleurs. Cet effet de '*free-riding*' est toutefois controversé. Certains auteurs soutiennent, au contraire, qu'en présence d'actionnariat salarié, les travailleurs ont tendance à s'auto-contrôler les uns les autres: comportement individuel opportuniste produit des externalités sur les autres bénéficiaires, ce qui enclenche, en retour, un

⁵³⁴ H. DEMSETZ, *L'Economie de la Firma – Sept Commentaires Critiques*, Caen, Ed. Management et Société, 103-104 (1998).

⁵³⁵ A. LAMBERT, D. LARCKER & R. VERRECHIA, « Portfolio Consideration in Valuing Executive Compensation », 29 *Journal of Accounting Research*, 129-149 (1991).

contrôle mutuel accru et donc une collaboration entraînant des gains de productivité (et, de ce fait, un accroissement des rémunérations).⁵³⁶

En conclusion, pour autant qu'un juste équilibre entre ses avantages et ses inconvénients soit trouvé, l'actionnariat salarié constitue, dans la perspective de la théorie contractualiste, un mécanisme incitatif qui contribue à la politique de recrutement, de fidélisation et de motivation des salariés. Il est analysé comme un instrument de nature contractuelle qui vise à piloter les comportements des travailleurs pour les orienter vers la création de richesse actionnariale (cette orientation étant considérée comme optimale du point de vue de l'efficacité allocative). Il n'entraîne aucune incidence en terme de 'gouvernance' de l'entreprise, car il s'agit simplement d'ajouter un volet incitatif à la rémunération salariale découlant du contrat de travail. En d'autres termes, comme l'expose Desbrières, « *l'attribution d'actions et les gains qui y sont attachés sont un élément de la contrepartie, d'une part, des efforts déployés par les salariés pour maximiser la valeur créée par la firme et la richesse des actionnaires et, d'autre part, l'investissement non diversifiable et souvent spécifique de leur capital humain dans l'entreprise. Compte tenu de ses incidences sur leur implication et leur comportement, la pratique de l'actionnariat apparaît être un facteur clé d'intégration des salariés dans l'organisation et d'accroissement des performances individuelles et collectives.* »⁵³⁷

⁵³⁶ F. FITZROY & K. KRAFT, « Cooperation, Productivity and Profit Sharing », 102 *Quarterly Journal of Economics*, 23-35 (1987).

⁵³⁷ P. DESBRIERES, *op.cit.*, 11 (2002).

LES INSUFFISANCES DU MODELE CONTRACTUALISTE

Les réflexions sur la *corporate governance* sont aujourd'hui majoritairement inscrites dans le cadre de l'approche contractualiste (la firme comme 'nœud de contrats'). Cette approche, devenue classique, recouvre la théorie de l'agence et la théorie des droits de propriété (version ancienne et version nouvelle). Bien que différentes sur certains points, ces théories partagent une même vision générale de la nature de la firme et une même manière de l'aborder, qui prend pour point d'entrée les relations contractuelles entre agents individuels. Elles ont en commun de se focaliser sur une même question centrale : comment déterminer les modes de relations entre agents les plus efficaces, c'est-à-dire les moins coûteux ? Cette approche contractualiste débouche sur une vision 'actionnariale' de l'entreprise et de sa gouvernance. En d'autres termes, elle justifie que la *corporate governance* s'organise par la seule référence aux intérêts des actionnaires, mis en position de '*residual claimants*'. Ceci explique, notamment, que dans la pratique actuelle, tant anglo-américaine qu'européenne, la signification de la *corporate governance* se réduise le plus souvent à la mise en place d'un certain nombre de mécanismes destinés à assurer une meilleure prise en compte des intérêts des actionnaires (nomination de directeurs indépendants, instauration de divers comités tels le comité d'audit, renforcement de la transparence, octroi de rémunérations incitatives, etc.).

L'apport de la théorie contractualiste est fondamental en ce que celle-ci fournit des éléments de compréhension de la firme, pour ce qui touche à la nature des contrats passés entre les agents ainsi qu'aux effets des formes de droits de propriété et des contrats sur l'incitation et, par là, sur l'efficacité organisationnelle. Elle constitue, en cela, une avancée considérable par rapport au statut paradoxal de la firme dans la théorie walrasienne de l'équilibre : une firme-point et automate, dont la représentation est simplifiée à l'extrême, contrastant avec la complexité de ses formes réelles

d'organisation dans les économies actuelles.

Traiter la firme et sa gouvernance comme un réseau de contrats incitatifs débouche toutefois sur certaines insuffisances. L'objet de ce chapitre est de s'interroger sur la pertinence de la théorie des contrats tant (1) au niveau de la conception de la gouvernance et de l'actionnariat salarié qui est mobilisée qu'(2) au niveau plus fondamental du modèle d'efficience qui est postulé.

I. Les insuffisances de la théorie contractualiste du point de vue des solutions de gouvernance proposées

Le modèle contractualiste de la *corporate governance*, on l'a vu, repose sur une vision actionnariale de l'entreprise : les actionnaires occupent une position de surplomb. Certes, l'ensemble des parties prenantes de la firme est sur pied d'égalité et il n'y a pas à identifier un 'propriétaire' de l'entreprise : il n'existe que des individus propriétaires de facteurs qui entrent dans des rapports contractuels. Mais, la maximisation de l'efficience organisationnelle demande que le contrôle de l'entreprise soit confié aux seuls actionnaires en tant que créanciers résiduels. Elle justifie une dissociation de la *corporate governance* et de la *labor governance*. En d'autres termes, la *corporate governance* se ramène à la *corporate finance* et ne s'organise que par référence aux intérêts des investisseurs et principalement des actionnaires.⁵³⁸ Le raisonnement mobilisé par les contractualistes pour asseoir la valeur actionnariale présente toutefois certaines faiblesses qui ont été bien mises en lumière dans les travaux récents de deux auteurs, Margaret Blair (i) et Luigi Zingales (ii).

⁵³⁸ Dans le même esprit, notons l'argument développé par Edward Rock et Michael Wachter :

" *Corporate governance is a special type of governance and has strong parallels to employee governance. The board of directors and the executive officers participate in issues about which they have the appropriate knowledge and ability to assess and affect the outcomes. Employees do the same, participating in the governance over their workplace, the area over which they have the knowledge and the ability to assess and affect the outcomes. Both groups could engage in a broader set of topics, even under existing corporate structures. The fact that they do not, reflects the transactions costs of participating in decisions for which they do not have the relevant information, and for which the acquisition of such information would be costly. In a sense both groups agree to allow the other to make decision in their area of expertise; that is both have governance rights, but over distinct topics.*" E. B. ROCK and M. L. WACHTER, "Tailored claims and governance: the fit between employees and shareholders" in M. M. BLAIR and M. J. ROE (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 124 (1999).

- (i) L'analyse de **Margaret Blair**, économiste américaine, qui tente de définir une conception '*stakeholding*' de la *corporate governance* à partir d'une argumentation contractualiste, met en lumière la fragilité de l'argument issu de la théorie de l'agence qui lie assumption du risque et droit au contrôle. Blair relativise l'intensité du risque supporté par les actionnaires (celui-ci justifiant que leur soit attribué le droit résiduel de contrôle) : outre la responsabilité limitée dont jouissent les actionnaires, la libre négociabilité des parts de capital leur confère une capacité d'*exit* et de diversification sans égale. Elle souligne que l'investissement, par les travailleurs, d'un capital humain spécifique dans l'entreprise constitue, lui aussi, une prise de risque digne d'intérêt. « *Firm-specific investments in human capital cannot be redeployed (by definition), and thus employees too are invested for life.(...) Those who make firm-specific investments in human capital are presumably expecting to be compensated from the future productivity of those investments ; that is to say, from a share of the future 'residual' income, or economic surpluses, of the firm. Despite their reliance on the continuing relationship with the firm, however, employees have non explicit future claim on the firm – at least not solely by virtue of their employment relationship, though employees may also be shareholders.* »⁵³⁹ La rétribution des travailleurs dépend, en effet, de la répartition future de la quasi-rente générée, entre autre choses, par leur investissement en capital humain. Comme cette quasi-rente est incertaine et que donc les travailleurs prennent un risque, rien ne justifie – logiquement – que les droits de contrôle soient attribués aux seuls actionnaires. « *Employees, for example, inevitably bear many of the risks associated with certain kind of investments, especially investments in 'human capital'. Hence, when investments in highly specialized human capital are important to the way that a firm creates wealth, employees, as well as shareholders, are likely to be residual claimants and, therefore, residual risk-bearer.* »⁵⁴⁰ Le raisonnement de Blair est, en fait, centré sur la prise en compte du contrat implicite qui lie la firme aux travailleurs. Pour rappel, les contrats implicites sont des accords qui ne sont pas légalement exécutoires mais qui déterminent les attentes communes des parties à une relation.

⁵³⁹ M. M. BLAIR, « Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm », in M. M. BLAIR and M. ROE (eds.), *op.cit.*, 67 (1999). Voir aussi, M. M. BLAIR & L. A. STOUT, "A Team Production Theory of Corporate Law", 85 *Virginia Law Review*, 247-328 (1999).

⁵⁴⁰ M. M. BLAIR, *Ownership and Control*, Brookings Institutions Press, Washington D.C., 238 (1995).

Même si ces attentes ne sont pas explicitement formulées, elles apportent un complément important aux accords écrits ou explicites et on considère donc que les agents agissent comme s'ils avaient passé un contrat. Du point de vue des contrats explicites et formels, il est indéniable que seul le contrat d'actionnaire prévoit une prise de risque spécifique, la rémunération des actionnaires, contrairement à celle des travailleurs, n'étant pas fixée *ex ante*. Mais, si on prend également en compte les contrats implicites, les actionnaires ne sont plus seuls à supporter un risque contractuel ; les travailleurs assument aussi une part de risque. Il en va de même pour d'autres parties comme les fournisseurs. Ce raisonnement inspire également les travaux de Marleen O' Connor et de Katherine Van Wezel Stone, qui ont pour point commun avec ceux de Blair de vouloir enrichir le schéma contractualiste en y intégrant la prise en compte des contrats implicites liant la firme et les travailleurs (O'Connor qualifie ces derniers de '*legitimate non contractual claims against the corporation*')⁵⁴¹. Selon ces auteurs, la théorie contractualiste n'a pas perçu toutes les implications de son approche qui assimile la firme à un réseau de contrats entre individus. Elle tend à se focaliser sur les contrats explicites que nouent entre elles les différentes parties prenantes de la firme, au détriment des contrats implicites (ces derniers ont pourtant été identifiés de longue date par les économistes). Outre leur contrat de travail explicite, les travailleurs négocient un contrat implicite avec la firme qui a notamment pour objet de les prémunir contre toute rupture opportuniste de la relation de travail. K. Stone souligne ainsi, « *workers' investments in firm-specific capital and deferred compensation are made not on the basis of some explicit contractual arrangement, but rather take the form of an implicit contract. The implicit contract in the internal labor market*⁵⁴² *is that in the early phases of their carrer, employees will be paid less than the value of their marginal products and less than their opportunity wage in exchange for a promise of job security and a wage rate that is*

⁵⁴¹ M. A. O'CONNOR, « Restructuring the Corporation's Nexus of Contrats : Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers », 69 *North Carolina Law Review*, 1190-1260 (1991) ; « The Human Capital Era : Reconceptualizing Corporate Law to Facilitate Labor-Management Cooperation », 78 *Cornell Law Review*, 898-965 (1993) ; « Measuring Corporate Investments in Human Capital – Comments », in M. M. BLAIR & T. A. KOCHAN (eds.), *The New Relationship – Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 370-382 (2000); K. VAN WEZEL STONE, "Labor and the Corporate Structure: Changing Conceptions and Emerging Possibilities", 55 *University of Chicago Law Review*, 73-173 (1988); "Employees as Stakeholders under State Nonshareholder Constituency Statutes", 21 *Stetson Law Review*, 45- 72 (1991);

⁵⁴² Pour plus de développements sur la notion de marché interne du travail ('*internal labour market*'), nous renvoyons le lecteur à notre partie consacrée à la théorie des coûts de transaction et plus particulièrement la section consacrée au rapport salarial.

greater than the value of their marginal products and their opportunity wages later in their working lives. Thus, employees are investing in the firm during their training and high productivity periods, with the expectation of recouping on the investment in their declining years. »⁵⁴³ Les travailleurs sont donc vulnérables à une expropriation opportuniste du capital humain qu'ils ont investi dans la firme et qu'ils ne peuvent redéployer à l'extérieur sans perte de valeur substantielle. Ce danger d'expropriation est d'autant plus important que, le contrat étant implicite, les travailleurs ne peuvent compter que sur des sanctions indirectes pour en faire respecter les termes (une perte de réputation de l'entreprise opportuniste par exemple). En résumé, l'idée, ici, est qu'à partir du moment où on prend en compte les risques d'expropriation auxquels sont exposés les travailleurs, on ne trouve pas de raison valable pour attribuer une position préférentielle aux seuls actionnaires.

- (ii) Les travaux de **Luigi Zingales** ont également mis en exergue certaines faiblesses du modèle contractualiste de la firme et de son corollaire, la suprématie des actionnaires. Auteur d'une réflexion sur la gouvernance des nouvelles formes de firmes⁵⁴⁴, Zingales soutient que, pour pouvoir évaluer la firme, il est nécessaire de définir ce qu'elle recouvre en tant qu'entité, en y incluant l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente. Il conceptualise la firme comme un ensemble d'investissements spécifiques construits autour d'une ressource critique (*'nexus of specific investments'*) et générant une quasi-rente⁵⁴⁵. Dans cette perspective (celle de la firme comme ensemble d'investissements spécifiques), il s'interroge ensuite sur la pertinence de l'argument – inspiré de Grossmann et Hart – selon lequel l'allocation du droit résiduel de contrôle aux actionnaires est une condition pour inciter ces derniers à investir dans l'entreprise. Selon lui, il s'agit probablement de l'argument le plus convaincant en faveur de la valeur actionnariale. En effet, il juge faibles les deux autres arguments généralement avancés par les partisans de la valeur actionnariale selon lesquels, d'une part,

⁵⁴³ K. VAN WEZEL STONE, *op.cit.*, 51-52 (1991)

⁵⁴⁴ L. ZINGALES, « *Corporate Governance* », in P. NEWMAN (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press, 497-502 (1998) ; « *In Search of New Foundations* », 55 *The Journal of Finance*, 1623-1653 (2000). Il est également l'auteur avec Rajan, d'un travail de référence sur la finance d'entreprise qui conclut au rôle mineur des fonds propres en matière d'investissement [R. RAJAN & L. ZINGALES, « *Financial Dependence and Growth* », 88 *American Economic Review*, 559-586 (1998a) ; « *Power in a Theory of the Firm* », 113 *The Quarterly Journal of Economics*, 387-432 (1998b)]

⁵⁴⁵ La définition qu'il donne de la *corporate governance* est la suivante : « *I define corporate governance as the complex set of constraints that shape the ex post bargaining over the quasi-rents generated by a firm.* », in L. ZINGALES, *op.cit.*, 498 (1998).

l'investissement des actionnaires a plus de valeur que celui des autres parties et, d'autre part, les autres parties ont la possibilité de protéger leurs investissements par contrat sans qu'il soit besoin de leur allouer un quelconque droit résiduel. S'agissant du premier argument, il estime – à l'instar de Blair – que la quasi-rente générée par l'investissement en capital humain des autres parties prenantes possède au moins autant de valeur que la quasi-rente générée par l'investissement en actifs physiques des actionnaires. Quant au second argument, il n'y a aucune raison valable de supposer que le contrat liant la firme aux travailleurs, par exemple, est plus complet que le contrat liant la firme aux actionnaires (« *since we lack a fully satisfactory theory of why contracts are incomplete, we cannot easily argue which contracts are more incomplete.*⁵⁴⁶ »). S'agissant, par contre, de l'argument – issu de la NTDP – portant sur l'impact positif de l'allocation aux actionnaires du droit de contrôle résiduel sur la création *ex post* de la quasi-rente organisationnelle, Zingales pointe une faiblesse fondamentale du raisonnement : la 'propriété', c'est-à-dire le droit résiduel de contrôle, est susceptible d'avoir un effet désincitatif sur les investissements en capital physique. En effet, la propriété, à savoir le contrôle d'un actif, accroît le pouvoir du détenteur dans les négociations (ce dernier peut plus facilement utiliser son droit de retrait comme point de menace) mais constitue donc un frein à sa spécialisation. Plus un actif est spécialisé, plus sa valeur en dehors de la relation se réduit, car la spécialisation réduit la valeur de l'option extérieure de son titulaire en cas d'échec de la relation. « *The residual right of control over an asset always increases the share of surplus captured by its owner (who has the opportunity to walk away with the asset), but it does not necessarily increase her marginal incentive to specialize. If, as it is likely, a more specialized asset has less value outside the relationship for which it has been specialized, the specialization decreases the owner's outside opportunity, and, thus, her share of the quasi-rents. Owning a physical asset, then, makes an agent more reluctant to specialize it.* »⁵⁴⁷ Pour Zingales, la solution à ce problème ne réside cependant pas dans l'abandon de la primauté des actionnaires. Le contrôle du conseil d'administration par les seuls détenteurs du capital social demeure ; chez lui, la solution la plus efficace pour assurer une allocation optimale de la quasi-rente. Mais, l'attribution du contrôle aux actionnaires doit

⁵⁴⁶ L. ZINGALES, *op.cit.*, 501 (1998).

⁵⁴⁷ L. ZINGALES, *op.cit.*, 501 (1998).

s'accompagner d'un certain affaiblissement de ce contrôle pour éviter une déspecialisation du capital physique. La gestion du patrimoine de l'entreprise doit être exercée au nom de celle-ci par un tiers indépendant - le conseil d'administration - qui agit dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes. « *As a result, the residual right of control is best allocated to a group of agents who need to protect their investment against ex post expropriation, but who have little control on how much the asset is specialized (...) Once they have provided funds, however, financial investors might be reluctant to use these funds for very specialized projects, for fear of seeing their share of the return go down. Thus it is optimal that, while retaining a residual control over the assets, the providers of funds delegate the right to specialize the assets to a third party, who does not internalize the opportunity loss generated by this specialization.* »⁵⁴⁸

Le raisonnement de Zingales aboutit ainsi à justifier la suprématie des actionnaires (ceux-ci devant contrôler le conseil d'administration), mais dans une version moins radicale puisque le conseil doit exercer sa mission dans l'intérêt de l'ensemble des parties qui ont réalisé des investissements spécifiques. Mené en terme d'efficacité, ce raisonnement reste peu explicite sur les incitations à agir dans le sens souhaité.

S'agissant des travailleurs qui font des investissements en capital humain, Zingales estime qu'il n'y a pas lieu de leur conférer des droits résiduels de contrôle, car cela aurait un effet négatif sur la spécialisation de leur capital. Selon lui le capital humain « *can neither be contracted nor delegated ex ante* » alors que le capital financier (les liquidités fournies par les actionnaires) est aisément contractualisable *ex ante* : « *since the provision of funds is easily contractible, funds will be provided in the optimal amount as long as their providers receive sufficient surplus ex post. Thus, allocating the residual rights of control to the providers of funds has the positive effect of granting them enough surplus ex post, while avoiding the negative effect of reducing their marginal incentives.* »⁵⁴⁹ Cet argument n'est cependant pas sans poser problème. Zingales, on l'a souligné, estime qu'il n'y a aucune raison valable de supposer que le contrat liant la firme aux travailleurs est plus complet que le contrat liant la firme aux actionnaires. Au nom de quoi peut-il alors soutenir que l'investissement en capital financier est plus

⁵⁴⁸ *Ibidem.*

⁵⁴⁹ *Ibidem.*

aisément contractualisable que l'investissement en capital humain ? Cette question – à laquelle Zingales n'offre pas de réponse satisfaisante – renvoie plus fondamentalement à la délicate question des causes et de la nature de l'incomplétude contractuelle que Zingales, dans la lignée de Hart et Grossmann, met au cœur de son raisonnement. Zingales reconnaît lui-même que l'analyse des causes et de la nature de l'incomplétude des contrats constitue l'épicentre du débat sur la firme et sa gouvernance : la compréhension des raisons pour lesquelles la totalité de la coordination intra-firme ne s'effectue pas sur la base de contrats complets *ex ante* est fondamentale pour se saisir de cette coordination. De son propre aveu, il confesse que l'approche contractualiste de la gouvernance butte sur l'absence d'une théorie solide de l'incomplétude : « *without a better understanding of why contracts are incomplete, all the results are merely provisional.* »⁵⁵⁰ Dès lors, rien d'étonnant à ce que la solution proposée par Zingales pour justifier la position préférentielle des actionnaires, paraisse quelque peu *ad hoc*. Celle-ci se justifie, pour partie par le fait que, tout en se révélant très stimulant dans les critiques qu'il adresse au noyau dur de la théorie contractualiste ainsi que dans la mise au jour du problème fondamental de l'incomplétude, son raisonnement reste, *in fine*, très 'contractualiste' dans la vision qu'il propose de la firme : l'objectif est de réduire les pertes d'efficience liées aux conflits associés au partage de la rente, et plus particulièrement celles associées au sous-investissement résultant des phénomènes de *hold-up*.

Dans un article de 2000 intitulé « In Search of New Foundations », Zingales approfondit sa réflexion sur le caractère problématique de l'approche contractualiste de la gouvernance de l'entreprise. L'auteur y relève que les nouvelles firmes se caractérisent, entre autres choses, par une importance accrue du capital humain dans la création de la rente organisationnelle⁵⁵¹. Selon lui, les transformations actuelles de l'environnement économique, où le capital humain est crucial et les contrats hautement incomplets, justifient que les principes de corporate gouvernance s'attachent avant tout à préserver l'intégrité de la firme. « *In the current environment where human capital is crucial and contracts are highly incomplete, the primary goal of a corporate governance system should be*

⁵⁵⁰ L. ZINGALES, *op.cit.*, 502 (1998).

⁵⁵¹ Elles sont également caractérisées par des modes de coordination plus flexibles et empruntant à la figure du réseau.

to protect the integrity of the firm, and new precepts need to be worked out. »⁵⁵²

Ce raisonnement a des implications particulièrement intéressantes en ce qui concerne l'analyse du rapport salarial. L'importance accrue du capital humain dans les entreprises fait que, « *corporate governance has a lot to learn from a serious analysis of cooperative governance (...) We should devise some corporate governance guidelines aimed at protecting the organizational capital against the centrifugal (and destructive) forces represented by the interest of each stakeholder.* »⁵⁵³ » Par opposition aux modèles contractualistes qui traitent la relation salariale comme une simple relation contractuelle, tout en maintenant une frontière étanche entre les principes de *corporate governance* applicables à la relation managers-actionnaires et les principes de *labor governance* applicables à la relation de travail, Zingales semble tendre vers une vision plus 'partenariale' de la gouvernance : pour pouvoir comprendre ce qu'est la firme et ce que sa gouvernance signifie, il est nécessaire d'inclure l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente. Dans une contribution réalisée en collaboration avec Rajan, il prend l'exemple de l'actionnariat salarié – plus spécifiquement des stock options- comme étant un mécanisme parmi d'autres invitant à une réflexion plus approfondie sur les changements dans la gouvernance des firmes contemporaines. Sans aller jusqu'à préconiser un changement de perspective par rapport au modèle 'actionnarial', il relève que : « *as the control rights associated with the common ownership of a large body of assets have diminished, there has been less need to hold these assets together. As fewer assets are owned together, it has become much easier to use ownership to motivate employees, in part because employees can have a larger stake, and in part because the share price corresponds more closely to factors in their control. Thus, while the control rights associated with ownership may have diminished, the role of ownership in providing motivation may have increased.* »⁵⁵⁴ Quoique embryonnaire, cette réflexion met en lumière l'insuffisance de la conception contractualiste de l'actionnariat salarié qui, on l'a vu, repose sur l'idée selon laquelle la participation au capital est un mécanisme incitatif de nature contractuelle qui n'a aucune incidence sur la répartition de la propriété et du

⁵⁵² L. ZINGALES, *op.cit.*, 1645 (2000).

⁵⁵³ L. ZINGALES, *ibidem*.

⁵⁵⁴ R. RAJAN & L. ZINGALES, « The Governance of the New Enterprise », in X. VIVES (ed.), *Corporate Governance – Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, 223

pouvoir. Elle invite à s'interroger sur la nécessité de prévoir un dispositif de gouvernance spécifiquement destiné à cette nouvelle forme de partage de la 'propriété'. En cela, elle constitue un gain indéniable par rapport à l'analyse contractualiste traditionnelle qui demeure fondée sur l'idée que l'efficacité se réduit à la mise en place de mécanismes formels supposés produire, par eux-mêmes, les conditions de leur succès.

II. Les insuffisances de la théorie contractualiste du point de vue du modèle d'efficacité mobilisé.

D'un point de vue plus théorique, les difficultés que nous venons de soulever semblent être l'indice d'un problème plus important. L'adoption de l'approche contractuelle est consubstantielle à l'adoption d'un modèle de gouvernance orienté vers la maximisation des intérêts des actionnaires, les modes de gouvernance de nature plus 'partenariaux', en particulier le modèle allemand de la cogestion, étant jugés sous-optimaux d'un point de vue économique. Or, il est frappant de constater le contraste entre la dureté de cette solution institutionnelle et la fragilité de l'approche sous-jacente. Cette fragilité renvoie, si on suit Zingales, à la difficulté de se saisir de la nature et des conséquences de l'incomplétude contractuelle (et donc de la rationalité limitée). En effet, même dans ses remaniements les plus récents visant à rendre compte des contrats incomplets (Grossmann et Hart), la théorie contractualiste reste fondamentalement rivee à une conception de l'efficacité que l'on peut qualifier de 'computationnelle', c'est-à-dire que l'efficacité se réduit à l'application de contraintes objectives à intégrer dans un calcul d'optimisation. En cela, elle maintient l'hypothèse de rationalité établie par le modèle de l'équilibre général duquel elle prétend pourtant se distancier : les agents sont supposés faire des choix parmi un ensemble donné d'alternatives (en tenant compte des stratégies possibles de leurs partenaires) auxquelles sont associées des probabilités subjectives de gain, de manière à maximiser la valeur de leur fonction d'utilité. En effet, comme l'a bien montré Camille Chaserant, les modèles de contrats incomplets sont

toujours fondés sur une hypothèse de rationalité ‘substantielle’⁵⁵⁵, l’incomplétude étant analysée à partir des deux enchaînements suivants. Primo, il existe des coûts *ex ante* impliquant que les tribunaux ne peuvent observer un certain nombre de variables qu’il eût été important d’inclure dans le contrat (c’est l’hypothèse d’invérifiabilité). Secundo, cette hypothèse implique qu’il serait trop coûteux de rendre les contrats contingents à ces variables. Nous l’avons souligné, lors de la rédaction d’un contrat les parties subissent des coûts, notamment des coûts d’écriture. Elles peuvent alors préférer laisser leur contrat incomplet, cette solution étant moins coûteuse que la rédaction d’un contrat complet. Seront seules intégrées au contrat les clauses contractuelles procurant un gain d’efficacité supérieur à leur coût d’écriture. Pour les tenants de la théorie contractualiste, c’est en diminuant le plus possible ce type d’incomplétude que l’on se rapproche de l’optimum de premier rang (la solution demeure cependant un optimum de second rang car, vu l’incomplétude des contrats, l’optimum global est supposé inatteignable). Dans la nouvelle théorie des droits de propriété qui tente explicitement de mieux prendre en compte l’incomplétude des contrats que ne le font la théorie positive de l’agence et l’ancienne théorie des droits de propriété, le problème de l’incomplétude est solutionné par un mécanisme d’intégration, à savoir le transfert contractuel des droits de propriété à une partie. Or, comme nous l’avons souligné précédemment, ce raisonnement butte sur une incohérence logique. Les parties qui désirent signer un contrat pour encadrer leur relation sont confrontées au double problème suivant : le contrat doit les inciter à mettre en place des investissements optimaux (il s’agit du problème du ‘*hold up*’) mais il ne peut être contingent ni à ces investissements, ni aux états de la nature, ni aux gains que les parties retireront de la transaction, ces différentes variables étant invérifiables par les tribunaux. La solution proposée par Grossman et Hart est que, pour réaliser le niveau optimal d’investissement, le contrat signé par les parties ne peut que définir l’allocation optimale des droits de propriété sur les actifs détenus par chacune⁵⁵⁶. Mais au nom de quoi, les droits de propriété sont-ils, au contraire des autres variables, parfaitement contractualisables ? Comment comprendre d’incomplétude contractuelle à partir d’une telle hypothèse (c’est-à-dire l’hypothèse selon laquelle le transfert des droits de propriété est parfaitement contractualisable) ?

⁵⁵⁵ C. CHASERANT, *Rationalité et gestion de l’incomplétude dans les relations contractuelles*, Thèse de doctorat en économie, Université de Paris-X-Nanterre, 1-568 (2000)

⁵⁵⁶ Les parties peuvent aussi décider de rester indépendantes. Elles ne signent aucun contrat d’intégration et négocient alors leurs transactions de manière ponctuelle.

Le contrat signé par les parties est, en fait, un contrat complet car il spécifie un mécanisme de décision *ex post* qui couvre toutes les contingences possibles et suffit à assurer la coordination des parties. Comme le relève C. Chaserant, il formalise un engagement total des parties dans un cadre d'invérifiabilité⁵⁵⁷. Plus fondamentalement, les capacités computationnelles des parties rendent toute renégociation anticipable et leur permettent de construire un processus de révision adéquat dans le contrat initial. Ce dernier résorbe lui-même sa propre incomplétude, toutes les contingences susceptibles de se réaliser durant la transaction étant anticipées. L'existence de coûts de contractualisation et les asymétries d'information entre les parties et le tribunal ne sont donc pas des hypothèses suffisantes pour rendre compte de l'incomplétude.

⁵⁵⁷ C. Chaserant soutient que les contrats modélisés par la théorie des contrats incomplets sont des « contrats complets d'engagement total dans un cadre d'invérifiabilité. » [C. CHASERANT, *op.cit.*, 123 (2000)]

CONCLUSION

Au terme de cette partie, nous pouvons brièvement résumer les éléments mis en avant. Nous avons présenté l'approche contractualiste de la firme, à travers ses trois modèles de base: la théorie positive de l'agence, l'ancienne théorie des droits de propriété et la nouvelle théorie des droits de propriété. Cette approche constitue le socle théorique de la vision actuellement dominante de la *corporate governance* qui analyse la gouvernance de la firme comme devant être orientée vers la maximisation des intérêts des seuls actionnaires en tant que créanciers résiduels. Elle apporte également un soutien à la vision dominante de l'actionnariat salarié. Dans le prolongement de la '*shareholding conception*', la théorie contractualiste conçoit cette dernière comme un mécanisme contractuel incitatif destiné à assurer un alignement des intérêts des travailleurs et des actionnaires, dans une optique de maximisation de l'utilité espérée. Nous avons montré que cette approche contractualiste comportait deux types de faiblesses.

D'une part, le raisonnement qui est utilisé pour justifier la suprématie des actionnaires et le caractère strictement incitatif des dispositifs d'actionnariat salarié engendre divers problèmes et incohérences qui ont été identifiés par Margaret Blair et Luigi Zingales. Ce dernier soutient, notamment, que le cadre d'analyse de la théorie contractualiste se révèle peu adapté à la spécificité des '*human capital intensive firms*' contemporaines et que la *corporate governance* devrait dorénavant s'axer sur la protection du capital organisationnel à la constitution duquel participent l'ensemble des '*stakeholders*'. Le déplacement opéré par Zingales suggère ainsi que la *corporate governance* devrait s'ouvrir à des conditions coopératives plus larges que celles préconisées par l'approche contractualiste de type '*shareholding*'.

D'autre part, les faiblesses identifiées quant à la conception de la gouvernance prônée par les auteurs contractualistes, sont liées aux limites internes de la théorie des contrats et plus spécifiquement au type de rationalité postulée. Malgré leur volonté de tenir compte de l'incomplétude des contrats, les contractualistes modélisent en fait des contrats parfaitement complets et demeurent rivaux à une conception substantielle de la rationalité. La conception de l'efficience qui est privilégiée est donc une conception

computationnelle : la production d'une gouvernance efficace ne nécessite aucune autre opération que celle issue d'un calcul formel d'optimisation.

Dans la partie qui suit, nous montrerons que cet aspect - c'est-à-dire l'approche substantielle de la rationalité et computationnelle de l'efficacité - est déjà perçu comme problématique par plusieurs auteurs qui tentent de proposer une vision de la gouvernance qui ferait mieux droit aux limites de la rationalité. Parmi ces auteurs, nous prendrons successivement appui sur les travaux de Oliver Williamson, Douglass North et sur la théorie de la '*path dependence*' initiée par Mark Roe.

TROISIEME PARTIE

LES TENTATIVES DE REFORMULATION DE LA THEORIE CONTRACTUALISTE :

LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION D'OLIVER
WILLIAMSON, L'APPROCHE NEO-INSTITUTIONNALISTE DE
DOUGLASS NORTH ET L'APPROCHE COMPARATIVISTE EN
TERME DE *PATH DEPENDENCY* DE MARK ROE

On observe aujourd'hui, dans la littérature économique et juridique, certaines tentatives visant à nuancer les acquis de l'approche économique fondée sur les seules théories de l'agence et des droits de propriété. Ces tentatives entendent relativiser, quoique de façon différente, les enseignements de la théorie des contrats quant à la manière dont celle-ci conçoit la *corporate governance*.

Dans cette troisième partie, nous avons choisi d'analyser successivement trois perspectives qui nous paraissent particulièrement représentatives de cette reformulation de la théorie contractualiste : la théorie des coûts de transaction d'Oliver Williamson (chapitre 1.), l'approche néo-institutionnaliste de Douglass North (chapitre 2.) et l'approche comparativiste en terme de '*path dependency*' de Mark Roe (chapitre 3.).

Ces approches ne visent pas à remettre radicalement en cause la théorie de l'agence et la théorie des droits de propriété. A bien des égards, leurs arguments en terme d'efficience enrichissent la vision strictement juridique de l'entreprise et de sa gouvernance. Leur intérêt réside moins dans leurs résultats que dans le besoin qu'elles traduisent de cerner les limites de la théorie des contrats, tant du point de vue épistémologique que du point de vue des solutions de gouvernance proposées.

De manière générale, l'hypothèse que nous nous proposons d'introduire dans cette partie est que, les insuffisances de la théorie contractualiste conduisent cette dernière à oblitérer certaines conditions institutionnelles nécessaires à la production d'une

gouvernance adéquate des firmes. Parmi ces conditions institutionnelles, nous songeons tout particulièrement à l'instauration de dispositifs institutionnels visant à inciter les différentes parties prenantes de l'entreprise (les '*stakeholders*') à adopter des stratégies coopératives.

CHAPITRE 1

**ACTIONNARIAT SALARIE & CORPORATE GOVERNANCE :
L'APPROCHE TRANSACTIONNELLE D'OLIVER WILLIAMSON**

« Si un martien observait la terre, il verrait beaucoup d'organisations (entreprises, administrations, réseaux, familles, etc.) et peu de marchés. Or en écoutant les propos du modèle libéral dominant, il serait sans doute surpris d'entendre que le marché est invoqué comme source systématique de toute explication, y compris des organisations. »

Herbert Simon⁵⁵⁸

Introduction

Dans la deuxième partie de notre thèse, nous avons montré que le concept économique de contrat se trouvait au cœur de l'approche dominante en matière de 'corporate governance' (que ce soit dans la littérature micro-économique ou dans la doctrine juridique), au sens où l'entreprise y est représentée – pour l'essentiel – comme un système de relations à caractère contractuel entre agents économiques individuels. Le principe central du modèle dominant de la gouvernance est, pour reprendre la formulation de Jensen et Meckling, celui de la firme comme « nœud contractuel » (« *nexus of contracts* »)⁵⁵⁹. Ce principe apporte un soutien non-négligeable à la représentation actionnariale de la firme. L'arrangement efficace consiste à attribuer les droits résiduels de contrôle à l'agent qui accepte de subordonner sa rémunération à la satisfaction des droits contractuels de toutes les autres parties, c'est-à-dire aux actionnaires. L'actionnariat salarié constitue, selon cette perspective, un dispositif d'essence purement contractuelle ayant pour objectif d'inciter les travailleurs à adopter des comportements tournés vers la maximisation de la valeur actionnariale.

⁵⁵⁸ H. SIMON, « Organizations and Markets », 5 *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1991).

⁵⁵⁹ M. C. JENSEN & W. H. MECKLING, « Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 305 (1976).

Dans le présent chapitre, nous procédons à une incursion au sein d'une des reformulation du modèle contractuel de l'entreprise: la théorie des coûts de transaction, dont le représentant le plus significatif est O. Williamson. Fondement d'une approche qualifiée de 'néo-institutionnaliste'⁵⁶⁰, la théorie des coûts de transaction est un programme de recherche visant à proposer un cadre d'analyse unifié des relations économiques. En reconnaissant le besoin, pour les contractants, de s'appuyer sur autre chose que le marché pour se coordonner, la théorie des coûts de transaction s'ouvre à l'étude des organisations, conçues comme des dispositifs de gouvernance. Dans le prolongement des questions soulevées dans le fameux article fondateur de R. Coase, « *The Nature of the Firm* » (1937), Williamson traite de différentes questions soulevées par la firme, au-delà de son existence même : comment expliquer l'intégration verticale et les limites de la firme, les modalités d'organisation du travail, les formes d'organisation des grandes entreprises, etc. Si nous avons choisi de nous intéresser à cette approche, c'est d'abord parce qu'elle constitue un des fondements incontournables des débats théoriques sur la '*corporate governance*'. C'est ensuite, et surtout, parce qu'elle occupe une place à part dans la littérature économique, de par la distance qu'elle tente de prendre avec le noyau dur de la théorie des contrats en faisant appel à des instruments conceptuels originaux pour expliquer l'essence des organisations et, par extension, des systèmes de gouvernance des entreprises. En effet, en adoptant une conception de la rationalité limitée et de l'incomplétude contractuelle qui se veut inspirée des travaux de Herbert Simon, elle amorce un changement de perspective par rapport à la 'théorie standard étendue'⁵⁶¹, qui est fondée sur des hypothèses fortes quant

⁵⁶⁰ M-C. VILLEVAL souligne toutefois qu'il faut distinguer le néo-institutionnalisme (Galbraith, Gruchy, Hodgson, Rutherford, Samuel) de la 'nouvelle économie institutionnelle', l'approche de Williamson devant être rangée dans cette dernière. Selon elle, le néo-institutionnalisme assure l'héritage de l'ancien institutionnalisme américain (Veblen, Commons, Clark, Mitchell, Ayres) ; il se réfère à la définition de l'institution de T. Veblen (c'est-à-dire l'institution comme un ensemble d'habitudes de pensées communes à la généralité des hommes) et à celle de J. Commons (c'est-à-dire l'institution comme l'action collective qui contrôle, libère et favorise l'expansion de l'action individuelle). Par opposition, les 'nouveaux institutionnalistes' de la NEI expliquent les institutions par le choix des agents qui, pour des raisons d'efficacité, recourent à des institutions plutôt qu'au marché [M-C VILLEVAL, « Une théorie économique des institutions ? », in R. BOYER & Y. SAILLARD (eds.), *Théorie de la Régulation : l'état des savoirs – nouvelle édition complétée*, Paris, La Découverte, 480-481 (2002)]. Il n'empêche, Williamson qualifie son approche de néo-institutionnaliste et ses commentateurs la rangent habituellement sous cette bannière. Dans ce travail, nous parlerons sans distinction du néo-institutionnalisme et de la Nouvelle Economie Institutionnelle.

⁵⁶¹ L'expression est d'Olivier Favereau [« Marchés internes, marchés externes », *Revue Economique*, vol.40., n°2, p273-328 (1989)]. La théorie standard étendue rassemble les analyses qui abordent les phénomènes de coordination autre que marchande en prenant appui sur le critère standard de rationalité individuelle, lui-même associé à la rationalité substantielle telle que définie par H. Simon, qui signifie que les individus font les choix les meilleurs possibles en termes de résultats attendus. Les travaux contemporains visant à modéliser les contrats incomplets entre des agents substantiellement rationnels

aux capacités cognitives des agents et, corrélativement, quant à la manière dont se modélisent les relations au sein de l'entreprise. La nouveauté de cette approche mérite d'être soulignée : la répartition du pouvoir dans l'entreprise est passée au crible d'une analyse en terme de coûts de transaction. Enfin, quant à l'objet de notre étude - la problématique de l'actionnariat salarié - l'économie des coûts de transaction introduit des concepts intéressants. L'actionnariat salarié ne fait l'objet d'aucun développement spécifique, mais, au travers du traitement réservé à la question de la gouvernance de l'entreprise et à celle du rapport salarial, il est possible de déduire quelle serait l'approche transactionnelle de ce phénomène. Un des apports importants est incontestablement la reconnaissance implicite, au travers de la notion de spécificité des actifs (cfr.infra.), de l'importance de l'investissement en capital humain des travailleurs et de ses conséquences sur l'organisation de la gouvernance de l'entreprise.

Les développements qui suivent visent à exposer l'approche transactionnelle de la firme, et la conception de la gouvernance qui en découle, en insistant tout particulièrement sur la question du rapport salarial.

Après avoir déterminé la question centrale qui préside à la naissance de l'économie des coûts de transaction, nous évoquons les éléments essentiels de la construction théorique, puis les principales applications à la question de la gouvernance de la firme et à celle du rapport salarial et enfin, la manière dont est traitée la problématique de l'actionnariat salarié. Nous tirons ensuite certaines conclusions afin de souligner les limites de l'approche transactionnelle pour prendre en compte les différents intérêts impliqués dans le réaménagement des dispositifs de gouvernance entre la firme et ses travailleurs.

peuvent être rangés sous ce label [pour de plus amples développements, voir : C. CHASERANT, *Rationalité et gestion de l'incomplétude dans les relations contractuelles*, Thèse de doctorat en économie, Université de Paris-X-Nanterre (2000)]

I. Naissance et mise en perspective de l'économie des coûts de transaction.

Sans chercher à décrire extensivement la trajectoire intellectuelle de Williamson, il est utile d'évoquer les évolutions majeures qui ont conduit à l'élaboration de sa théorie des coûts de transaction. Les influences que l'auteur a subies correspondent, en effet, à autant de phases dans sa théorie. On peut distinguer deux grandes périodes. Dans un premier temps (approximativement jusqu'en 1975), Williamson a développé une critique de la vision néo-classique de l'entreprise dans la lignée de Coase et s'est concentré sur la problématique de l'opposition entre le marché et l'entreprise. Dans un second temps, il a affiné sa théorie et a tenté de prendre en compte l'existence de formes de gouvernance intermédiaires entre le marché et la firme. Prenant appui sur le droit des contrats, il a analysé différents types d'arrangements contractuels et il a élaboré une théorie générale du choix des arrangements organisationnels.⁵⁶² Nous verrons que c'est cette construction qui est à la base de sa conception de la firme comme '*nexus of treaties*'⁵⁶³, ce dernier terme élargissant simplement la notion de contrat, jugée trop 'juridique'.

1-1. L'influence primordiale : les travaux de Ronald Coase

« If Coase classic 1937 article 'The Nature of the Firm' is interpreted as an informal statement of the transaction cost economics project, then 'Markets and Hierarchies' can be regarded as a preformal effort and 'Institutions' as a semiformal effort to implement the program. »

O. Williamson⁵⁶⁴

Le point de départ de l'approche transactionnelle d'O. Williamson est de considérer que la firme ne peut être réduite à une fonction de production et que ses frontières répondent plus à des difficultés dans l'allocation des ressources qu'à des problèmes technologiques.

⁵⁶² Les arrangements organisationnels visant les organisations et autres dispositifs de gouvernance des relations contractuelles. Comme nous le verrons ultérieurement, les arrangements institutionnels ne sont pas vraiment problématisés par Williamson qui les considère comme des données extérieures.

⁵⁶³ M. AOKI, B. GUSTAFSSON & O. WILLIAMSON, *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications (1990).

⁵⁶⁴ O. WILLIAMSON, *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, 19 (1996).

Il faut retourner aux travaux fondateurs de Ronald Coase pour trouver l'origine de cette critique.

R. Coase est l'un des premiers économistes à s'être penché sur la question fondamentale de la nature de l'entreprise dans une économie marchande d'échanges spécialisés. Qu'est-ce qu'une firme? Pourquoi les firmes émergent-elles? Pourquoi les frontières d'une firme cessent-elles; pourquoi les frontières d'une autre commencent-elles? Quels sont les bénéfices et les coûts de l'intégration verticale? Qu'est-ce qui détermine le choix entre la coordination par le marché et la coordination au sein d'une entreprise? Telles sont les questions soulevées dans son fameux article fondateur « *The Nature of the Firm* »⁵⁶⁵.

Coase développe une analyse approfondie de la firme, en prenant appui sur l'opposition qui existe entre le marché et l'intégration verticale. Alors que, sur le marché, la coopération des agents économiques se déroule grâce au médium du prix, la marque distinctive de la firme est la suppression de système des prix au profit de la coordination hiérarchique. Le problème discuté par Coase est de savoir si et pourquoi une firme doit produire elle-même tel bien ou l'acheter à une autre firme. Selon le résumé qu'en fait Oliver Hart, la réponse qu'il propose est basée sur l'idée suivante: “ *the benefit from firm A merging with firm B comes from the fact that the manager of firm A will have authority over the manager of firm B. That is, if B is an employee of A, A can (within limits) give B orders. In contrast, if firms A and B are separate entities, manager A must resort to persuading or enticing B to do what he wants by the use of prices (more generally, via a contract). In other words, integration effectively shifts the terms of the relationship from a price mode to a quantity mode.* ”⁵⁶⁶

Pour Coase, le recours au marché, c'est-à-dire la coordination par les prix s'avère parfois moins avantageux que la coordination hiérarchique. En effet, le marché n'est pas gratuit, il est générateur de coûts, principalement, des « coûts de découverte des prix

⁵⁶⁵ R.H. COASE, « The Nature of the Firm », 4 *Economica*, 386 (1937). Traduction française : « La nature de la firme », *Revue française d'économie*, II (1987). A titre indicatif, Coase est aussi très connu pour son fameux 'théorème' énoncé dans "The Problem of Social Costs" [2 *Journal of Law and Economics*, 1-40 (1959)] et qui a pour objet de déterminer si et dans quelle mesure le droit est économiquement neutre. Ce théorème, dont l'influence dans la théorie économique du droit contemporaine est considérable, a donné lieu à des interprétations diverses et a fait l'objet de nombreuses controverses. Voir à son sujet R. D. COOTER, « Coase Theorem », in J. EATWELL, M. MILGATE & P. NEWMAN (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Macmillan Press, London, 1: 457 (1987).

⁵⁶⁶ O. HART, "Incomplete Contracts and the Theory of the Firm" in O. WILLIAMSON & S. WINTER eds, *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press, 139 (1993).

adéquats » et des « coûts de négociation et de conclusion des contrats, séparés pour chaque transaction »⁵⁶⁷. Dans certaines circonstances, la création d'une firme permet de faire l'économie de tout ou partie de ces coûts. La gestion des ressources au sein d'une structure hiérarchique est viable si les coûts de coordination des ressources par des arrangements contractuels sur le marché - les 'coûts de transaction' - sont plus élevés que les coûts de gestion au sein de la firme. La réduction des coûts de transaction réalisée grâce à la coordination dirigée constitue donc l'explication productiviste de la firme selon Coase.

Coase jette ainsi les bases de la théorie transactionnelle de la firme, par opposition à la conception technologique néo-classique. Il assimile l'entreprise à une sorte de « coordination dirigée », en mettant l'accent sur la fonction de direction et d'autorité de l'entrepreneur (« si un travailleur se déplace du service y vers le service x, ce n'est pas à cause d'un changement de prix relatifs mais parce qu'on lui ordonne de le faire »⁵⁶⁸). Une firme tend à apparaître là où les relations entre agents économiques ne prennent plus la forme de contrats à court terme mais que s'imposent des relations à long terme pour certaines transactions, du fait que les « détails des contraintes pesant sur le vendeur (de services) ne sont pas portés au contrat mais sont décidés plus tard par l'acheteur »⁵⁶⁹.

Cette conception amène à faire de l'existence des relations et des contrats à long terme une caractéristique essentielle des entreprises. La micro-économie doit à Coase de l'avoir obligée à prêter attention aux coûts de transaction et d'avoir montré que ces coûts possèdent une influence déterminante sur les arrangements institutionnels. Toutefois, la confiance coasienne dans la réduction des coûts de transaction, pour expliquer l'existence des organisations dans une économie par ailleurs dictée par le système des prix, renvoie indirectement à une faiblesse majeure de cette approche : le retour indirect au modèle néo-classique. En effet, grâce à l'instrument de mesure que constituent les coûts de transaction, l'analyse interne de l'entreprise n'échappe plus à la recherche de l'optimum économique. Les arrangements contractuels au sein d'une firme vont pouvoir être mesurés aux contrats de marché et c'est un critère de calcul, le niveau des coûts de transaction, qui permettra de déterminer quel est l'arrangement le plus

⁵⁶⁷ R. COASE, *op.cit.*, 139 (1937).

⁵⁶⁸ *ibidem*.

⁵⁶⁹ *Ibidem*.

efficace. La recherche d'une efficience de nature parétienne demeure au fondement de cette analyse, puisque les coûts de transaction généralisent le calcul économique à toutes les formes d'institutions. En cela, les présupposés de la position orthodoxe sont repris à nouveaux frais, principalement au plan du type de rationalité imputée aux agents (c'est-à-dire la rationalité substantielle). Nous reviendrons plus amplement sur cette observation dans notre conclusion, car elle fait écho à une des ambiguïtés fondamentales du modèle transactionnel.

1-2. Les autres influences : l'institutionnalisme et le droit des contrats.

Outre 'La nature la firme' de Coase, on peut repérer deux autres grandes sources d'inspiration théorique de l'économie des coûts de transaction : l'institutionnalisme critique américain (i) et la littérature juridique de droit des contrats (ii). A celles-ci, il faut, bien sûr, ajouter les influences de Simon à qui Williamson va reprendre la théorie de la rationalité limitée, de Arrow dont il retient l'importance de l'information dans la compréhension des échecs de marché, de Chandler qui fait apparaître l'importance des innovations organisationnelles dans l'évolution de l'industrie et de la firme, de Commons qui a formulé la proposition centrale faisant de la transaction l'unité fondamentale de l'analyse ainsi que de Barnard qui avait déjà esquissé un modèle de la firme comme structure de gouvernance.

- (i) S'agissant de l'influence exercée par les travaux institutionnalistes américains du début du siècle⁵⁷⁰, elle est indéniable mais néanmoins ambiguë. Certes, l'institutionnalisme a, très tôt, adopté une attitude critique à l'égard des catégories de l'économie néo-classique – principalement la rationalité parfaite et l'individualisme méthodologique – et il a mis en lumière l'importance économique des institutions et des règles juridiques. Mais c'est à tort que les tenants de l'économie des coûts de transaction prétendent récupérer un mouvement dont la dimension critique est bien plus forte. En effet, les institutionnalistes ont développé une conception particulière de l'ordre social dans les sociétés évolutives. Cette conception consiste à mettre en exergue le rôle des institutions

⁵⁷⁰ La pensée institutionnaliste est plurielle et se déploie sur plusieurs plans (économique, juridique et philosophique) et au travers de divers travaux non unifiés. Néanmoins un certain nombre d'éléments communs peuvent être distingués.

entendues comme des structures de règles qui préviennent la transformation du jeu des intérêts individuels en une guerre 'hobbesienne'. Les institutions sont considérées comme assurant la sécurité des anticipations, à défaut de laquelle la coopération nécessaire dans un monde de dépendance mutuelle et d'incertitude ne serait pas assurée. L'ordre social n'est considéré par les institutionnalistes ni comme le corollaire de l'ordre économique du marché, ni comme spontané, mais comme le produit de l'action collective, des processus politiques et juridiques par lesquels les droits et obligations réciproques entre individus sont créés et mis en œuvre.⁵⁷¹ La compréhension des processus économiques y est articulée à une conception de l'ordre institutionnel et à une analyse des relations de pouvoir : c'est en effet d'institutions que les pouvoirs d'attribution des droits procèdent. Chez Williamson, au contraire, les caractéristiques des relations contractuelles nouées au sein des organisations se fait au départ d'une reprise de l'axiomatique libérale traditionnelle, c'est-à-dire l'individualisme méthodologique et la rationalité optimisatrice (malgré sa volonté d'opérer un déplacement qui fait droit aux limites de cette dernière).

- (ii) A côté de l'institutionnalisme, le droit, et plus spécifiquement l'analyse juridique des contrats, constitue une source d'inspiration supplémentaire de l'économie des coûts de transaction. Cette dernière s'interroge sur la nature des règles juridiques en tant que supports des transactions, sous le régime des différentes structures de gouvernance. Chaque forme générique d'organisation est sous-tendue et définie par une forme particulière de contrat, c'est-à-dire que le choix d'une forme d'organisation est influencé par les ressources qu'offrent le corps de règles applicables à la forme choisie. Les normes juridiques applicables à une relation contractuelle offrent des garanties ainsi que des possibilités d'incitation et de sanction différentes, selon qu'elles sont associées à une relation d'échange sur le marché ou à une relation d'emploi. Déterminer si l'entreprise est une alternative au marché suppose de montrer que des différences fondamentales les opposent et, dans l'affirmative, il faut alors préciser comment ces différences influent sur les mécanismes d'incitation dans et entre les entreprises⁵⁷². De ce point de vue, la

⁵⁷¹ Voir à ce sujet L. BAZZOLI & T. KIRAT, « Deux regards non hayékiens sur l'efficience et la sélection des règles juridiques : l'économie institutionnaliste et l'analyse économique du droit », *Archives de Philosophie du Droit*, t.42, 201-227 (1997).

⁵⁷² S. E. MASTEN, « A Legal Basis for the Firm », in O. WILLIAMSON & S.G. WINTER, *The Nature of the Firm. Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press, 196-212 (1991).

théorie des coûts de transaction exacerbe le rôle des dispositifs contractuels dans le jeu de l'économie de marché. Gomez l'exprime sans détour : « *par le biais des contrats, le droit et l'économie deviennent les deux côtés d'une même pièce, ce qui renforce la construction juridico-économique que les droits de propriété avaient entamée.* »⁵⁷³

Pour fonder son raisonnement, Williamson puise son inspiration dans la fameuse distinction établie par Ian Macneil⁵⁷⁴ entre le droit classique (1), le droit néo-classique (2) et le droit évolutif (3) des contrats. Ces trois types de contrats constituent respectivement, pour Williamson, le support du marché, de la coordination hybride et de la firme. « *Each generic form of governance- market, hybrid and hierarchy – needs to be supported by a different form of contract law.* »⁵⁷⁵

→ Le contrat classique n'a besoin du support d'aucun dispositif particulier pour faciliter et gérer l'accord entre les parties contractantes. La nature de l'accord est soigneusement délimitée et l'identité des parties n'est pas relevante. Le contenu d'un tel contrat est bien circonscrit et les réparations y sont inscrites en cas de défaillance d'une des parties, de telle sorte que les conséquences sont relativement prévisibles depuis le début et ne sont pas illimitées. L'intervention d'une tierce partie est découragée, puisque l'accent est mis sur les règles formelles et l'évaluation forfaitaire des réparations éventuelles. En économie, ce type de contrat correspond le mieux à la transaction idéale du marché.

→ Le contrat néo-classique est celui qui ne s'insère pas facilement dans la contractualisation classique, en particulier le contrat à long terme exécuté dans des conditions d'incertitude. Il s'agit d'un contrat pour lequel il est difficile d'anticiper *a priori* toutes les contingences futures pour lesquelles des adaptations sont requises, les adaptations appropriées n'étant pas forcément déterminables avant que les événements ne se matérialisent. Comme le souligne Macneil, « *les deux caractéristiques communes des contrats à long*

⁵⁷³ P-Y. GOMEZ, *Le gouvernement de l'entreprise*, Paris, Interédition, 83 (1996)

⁵⁷⁴ I. MACNEIL, « The Many Futures of Contracts », 47 *Southern California Law Review*, 691 (1974); MACNEIL, « Contracts : Adjustments of Long-Term Economic Relations under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law », 72 *Northwestern University Law Review*, 854 (1978).

⁵⁷⁵ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 95 (1996).

terme sont l'existence de vides dans leur planification et la présence d'une gamme de processus et de techniques utilisés par les planificateurs du contrat pour créer une flexibilité au lieu de laisser ces vides ou bien d'essayer de planifier de façon rigide »⁵⁷⁶. Ce type de contrat fait appel, pour combler les vides tout en essayant d'assurer une flexibilité, à l'assistance d'une tierce partie dans la résolution des conflits et l'évaluation des performances. La caractéristique de droit néo-classique des contrats est d'accepter que le monde est complexe, que les accords sont incomplets et que certains accords ne seront jamais réalisés à moins que les deux parties ne se rangent à un arbitrage. Selon Williamson, le contrat néo-classique s'apparente au concept développé par Karl Llewellyn's de « *contract as framework*. »⁵⁷⁷ En analyse économique du droit, l'exemple paradigmatique de ce type de contrat est celui existant entre une usine et une mine de charbon qui lui est adjacente. Il est de l'intérêt des deux parties, *ex ante*, de conclure un contrat de long terme par lequel la mine s'engage à fournir le charbon dont l'usine a besoin pour fonctionner. Mais les contingences qui sont susceptibles d'affecter la relation sur le long terme sont telles, qu'il est impossible de les spécifier à l'avance dans le contrat. Les parties vont donc prévoir, contractuellement, la possibilité d'une renégociation de certains termes du contrat et éventuellement le recours à un arbitrage en cas d'échec de la négociation.

→ Lorsque la durée, la complexité et donc l'incertitude du contrat augmentent, les parties s'engagent sur base d'une « *entière relation* »⁵⁷⁸ qui définit les règles générales encadrant l'accord, un des acteurs se voyant confier le soin de les interpréter selon les circonstances. La relation revêt les caractères d'une « mini-société avec un vaste étalage de normes placées au-delà de celles centrées sur l'échange et ses processus immédiats »⁵⁷⁹. Selon les termes de P-Y Gomez, « *dans un environnement particulièrement incertain, le 'gouvernement' passe donc par une unification des parties en présence dans une organisation commune, une manière de fusion, faute de capacité à gérer l'incertitude séparément. De fait, on assiste par contrat à la délégation, à l'un*

⁵⁷⁶ I. MACNEIL, *op.cit.*, 865 (1978), cité en traduction dans O. WILLIAMSON, *Les institutions de l'économie*, Paris, Interéditions, 97 (1994)

⁵⁷⁷ K. LLEWELLYN, « What Price Contract ? An Essay in Perspective. », 40 *Yale Law Journal*, 704 (1931).

⁵⁷⁸ I. MACNEIL, *op.cit.*, 890 (1978)

⁵⁷⁹ *Ibidem*, 901.

des contractants, d'une autorité sur la réalisation du contrat »⁵⁸⁰. Le gouvernement de ce type de contrat se fera par l'autorité ou la hiérarchie, ce que Williamson appelle '*fiat*' ou '*forbearance*'. « *The implicit contract law of organization is that of forbearance. Thus, whereas courts routinely grant standing to firms should there be disputes over prices, the damages to be ascribed to delays, failures of quality and the like, courts will refuse to hear disputes between one internal division and another over identical technical issues. Access to the courts being denied, the parties must resolve their differences internally. Accordingly, hierarchy is its own courts of ultimate appeal.* »⁵⁸¹. La fameuse « *business judgment rule* » - qui vise à limiter l'exercice du contrôle judiciaire sur les décisions managériales⁵⁸² - constitue, pour Williamson, une manifestation paradigmatique du pouvoir de '*fiat*' caractérisant l'entreprise. Le recours au concept de droit contractuel évolutif est, en quelque sorte, une critique de la vision strictement contractuelle de la firme, proposée par Alchian et Demsetz⁵⁸³, pour qui l'entreprise ne possède aucun pouvoir de '*fiat*', aucune autorité, aucun pouvoir disciplinaire qui soit différent des relations contractuelles marchandes. On a vu, en effet, que pour ces auteurs, la position d'un employé n'est pas fondamentalement différente de celle d'un cocontractant indépendant. L'employé qui n'obéit pas aux injonctions de son employeur risque un licenciement, ce dernier étant équipollent à une rupture de la relation commerciale qui l'unit à son patron. Il s'agit de la sanction ultime, faute de respect, d'une obligation contractuelle. « *It is not clear that an employer can tell an employee what to do, any more than a consumer can tell her grocer what to do (what vegetables to sell at what prices); in either case, a refusal will likely lead to a termination of the relationship, a firing.* »⁵⁸⁴ Williamson réfute clairement l'argument d'Alchian et Demsetz. Il souligne qu'un tel argument n'est valable qu'à partir du moment où on suppose que les travailleurs sont complètement interchangeables et que

⁵⁸⁰ P-Y. GOMEZ, *op.cit.*, 82 (1996).

⁵⁸¹ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 98 (1996).

⁵⁸² En l'absence de mauvaise foi ou d'autres motifs intéressés, les directeurs ne peuvent être tenus pour responsables, envers la société, de décisions prises à la suite d'erreurs de jugements, que ces erreurs soient de fait ou de droit. Pour reprendre la formulation influente d'une décision anglaise du siècle passé, « *no matter how foolish or ridiculous a decision may seem in retrospect, so long as it is within the legal power of the board, the court will not second-guess it for the purpose of finding liability* », *Turquand v. Marshall*, 4 Ch. App. 376 (1869).

⁵⁸³ A. ALCHIAN and H. DEMSETZ (1972), « Production, Information Costs and Economic Organization », *American Economic Review* 62, 777 (1972).

⁵⁸⁴ *ibidem*

les coûts de ‘turnover’ sont minimes. Or, les travailleurs ne sont pas assimilables à des marchandises ; ils ne peuvent librement redéployer leurs talents et leur expertise d’une entreprise à l’autre. Dans la plupart des cas, ils acquièrent des compétences spécifiques à leur travail lorsqu’ils restent un certain temps dans l’entreprise. Toute rupture de la relation engendre des coûts que l’entreprise ne peut directement recouvrer par l’engagement de nouveaux travailleurs. Williamson l’exprime sans détour : « *where tasks are idiosyncratic, in non trivial degree, the worker-employer relationship is no longer contractually equivalent to the usual grocer-customer relationship and the feasibility of sequential spot market contracting breaks down.* »⁵⁸⁵

En somme, l’économie des coûts de transaction tente d’éclairer les performances des relations contractuelles à la lumière du régime juridique auquel elles se rapportent, ce qui lui permet de rendre compte du cadre institutionnel dans lequel ces relations s’insèrent. Williamson semble aller dans ce sens quand il souligne, « *to regard the corporation only as a nexus of contracts misses much of what is truly distinctive about this mode of governance (...) Firms can and do exercise fiat that markets cannot.* »⁵⁸⁶

Pourtant - et nous y reviendrons car c’est là une des faiblesses de l’approche transactionnelle, l’existence de la hiérarchie n’est pas clairement explicitée ; elle est justifiée, non par le jeu du pouvoir, mais par la contractualisation qui fait de l’entreprise hiérarchique un système de contraintes librement consenties pour réaliser la transaction.

II. Les hypothèses fondamentales

Williamson a ceci de particulier qu’il fonde l’ensemble de sa théorie sur deux types d’hypothèses fondamentales. La première concerne les comportements des agents économiques. La seconde a trait aux caractéristiques des transactions en tant qu’unités de base de sa théorie. Ces hypothèses méritent d’être explicitées, car elles sont à la base de son analyse sur l’efficacité comparée des différents arrangements organisationnels.

⁵⁸⁵ O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, New York, The Free Press, 68 (1975).

⁵⁸⁶ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 98 et 100 (1996)

D'une part, elles permettent de comprendre quelle est la spécificité de l'approche transactionnelle par rapport à la théorie des contrats incomplets (agence et droits de propriété) et, d'autre part, elles dictent les solutions proposées par Williamson en matière de *corporate governance* et d'aménagement de la relation salariale.

2-1. Les hypothèses comportementales

Les individus qui peuplent les firmes et les marchés, tels que modélisés par la théorie transactionnelle, diffèrent des agents économiques maximisateurs de la théorie néo-classique par le fait qu'ils sont limités dans leur rationalité (2-1-1) et moins fiables dans leurs actions (2-1-2).

2-1-1. La rationalité limitée

« All complex contracts are unavoidably incomplete. That is the transaction cost economics story »

Oliver Williamson⁵⁸⁷

La limite des capacités cognitives et des connaissances individuelles des agents économiques constitue un facteur primordial pour expliquer l'existence des organisations. Telle est l'intuition de départ de Ronald Coase qui sera reprise et développée par Williamson en prenant appui sur les travaux de Herbert Simon.

Dans une hypothèse de rationalité substantielle, telle que la postule la théorie néo-classique⁵⁸⁸, les parties connaissent tous les états de la nature possibles et aucune

⁵⁸⁷ WILLIAMSON, *op.cit.*, 37 (1996).

⁵⁸⁸ C'est sans doute Sydney Winter qui a résumé de la manière la plus éclairante les postulats fondamentaux de la rationalité néo-classique. Il expose ceux-ci en 7 points :

- *"The economic world is reasonably viewed as being in equilibrium.*
- *Individual economic actors repeatedly face the same choice situations or a sequence of very similar choices.*
- *The actors have stable preferences and thus evaluate the outcome of individual choices according to stable criteria.*
- *Given repeated exposure, any individual actor could identify and would seize any available opportunity for improving outcomes and, in the case of business firms, would do so on the pain of being eliminated by competition.*
- *Hence no equilibrium can arise in which individual actors fail to maximize their preferences.*
- *Because the world is in approximate equilibrium, it exhibits at least approximately the patterns employed by the assumptions that the actors are maximizing.*
- *The details of the adaptive process are complex and probably actor and situation specific. By contrast, the regularities associated with optimisation equilibrium are comparatively simple ; consideration of parsimony, therefore dictate that the way to progress in economic understanding is to explore these regularities theoretically and to compare the results with other observations."*

contingence ne leur est imprévisible. A partir du moment où elles sont capables de rédiger des contrats complets, l'existence des organisations et des firmes est difficilement justifiable puisque c'est le marché qui constitue la forme d'organisation idéale. En effet, si les contrats permettent de définir les actions ou les stratégies à entreprendre et anticipent tous les problèmes de coordination entre les agents, alors les organisations ne peuvent être que des fictions légales rassemblant des relations contractuelles bilatérales. L'idée force de Williamson est donc que, pour comprendre l'existence des organisations, il faut recourir à une hypothèse de rationalité limitée et, par extension, d'incomplétude contractuelle.

En économie, le concept de rationalité limitée a d'abord été évoqué par Chester Barnard⁵⁸⁹ qui, dans ses travaux sur les organisations, avait voulu mettre l'accent sur une forme réduite de rationalité du fait des limites imposées par les facteurs physiques, biologiques et sociaux. La notion a ensuite été reprise et développée par Herbert Simon⁵⁹⁰ dans ses travaux sur la rationalité procédurale. Simon a montré que les individus ne possèdent pas les capacités nécessaires pour déterminer la solution optimale à leurs problèmes de choix ; ils se contentent d'adopter des solutions « satisfaisantes ». Il ne s'agit pas d'un déficit informationnel, mais bien de l'absence de moyens physiques pour prendre en compte toutes les conditions déterminant le choix de la solution optimale. L'optimisation appartient au monde « pur » de l'axiomatique mais pas au monde réel des individus en situation. Il ne s'agit pas de dire que les individus sont irrationnels car, pour Simon, la rationalité est attachée aux individus de manière ontologique (un individu est rationnel par essence) ; le nier conduirait d'ailleurs à exclure toute possibilité d'expliquer les phénomènes socio-économiques autrement que par le hasard. Comme le fait remarquer B. Guerrien⁵⁹¹, le fait d'accoler l'adjectif 'limité' au mot 'rationalité' est un peu trompeur, car il donne à entendre que les individus sont, en partie, irrationnels. L'idée est plutôt que la rationalité limitée est le fait d'individus tout à fait rationnels mais qui doivent prendre des décisions dans un contexte flou, ce qui les oblige à opter pour certaines règles ou attitudes qui ne seraient pas les plus appropriées dans un contexte où tout serait parfaitement clair.

in S. WINTER, « Comments on Arrow and Lucas », in Robin M. HOGARTH and Melvin W. REDER (eds.), « The Behavioral Foundations of Economic Theory », 59 *Journal of Business* (supplement), 427 (1986).

⁵⁸⁹ C. BARNARD, *op.cit.*(1937).

⁵⁹⁰ H. SIMON, « Theories of Decision Making in Economic and Behavioral Sciences », 49 *American Economic Review*, 253-58 (1959) ; « Rationality as a Process and as Product of Thought », 68 *American Economic Review*, 1-16 (1978).

⁵⁹¹ B. GUERRIEN, *Dictionnaire d'analyse économique*, Paris, La Découverte, 428 (2002).

La critique que Simon adresse à la conception de la rationalité maximisatrice⁵⁹² part du constat selon lequel les comportements humains ne correspondent pas nécessairement au modèle de rationalité substantielle modélisé par les néo-classique. Comme l'ont montré Kahneman et Tversky⁵⁹³ en psychologie, les individus placés dans des situations d'incertitude ou d'interaction, adoptent des comportements qui ne répondent pas toujours aux prédictions de la théorie dominante⁵⁹⁴. Il est impossible pour un individu isolé au temps t de connaître les conditions relatives au temps $t+1$ parce que ces conditions dépendront de ce qu'il décidera en t . C'est le cas paradigmatique de l'inventeur : l'anticipation totalement individuelle est impossible car elle dépend toujours des comportements d'autrui. Ce paradoxe a été bien résumé par Frank Knight : « *l'existence d'un problème de connaissance dépend du fait que le futur est différent du passé, alors que la possibilité de solution du problème suppose que le futur doit ressembler au passé* »⁵⁹⁵.

L'apprentissage joue un rôle clé dans la compréhension des marchés et des organisations : « *the number of considerations that are potentially relevant to the effectiveness of an organization design is so large that only a few of the more salient of these lie within the circle of awareness at any given time, that the membership of this subset changes continually as new situations (produced by external or internal events) arise and that learning in the form of reaction to perceived consequences is the dominant way in which rationality exhibits itself.* »⁵⁹⁶. C'est pourquoi, au concept de rationalité limitée, Simon associe volontiers celui de rationalité procédurale qui met l'accent sur les procédures par lesquelles les agents prennent des décisions, eu égard à la limitation de leurs capacités cognitives et à la complexité de l'environnement. « *As economics moves out toward situations of increasing complexity, it becomes increasingly concerned with the ability of actors to cope with the complexity, and hence with the procedural aspects of rationality.* »⁵⁹⁷ S'il serait faux de dire que l'incertitude

⁵⁹² Le concept de satisfaction proposé par Simon pour remplacer celui de maximisation sera toutefois critiqué par Williamson, sous le prétexte qu'il s'agit d'un moyen de décourager le recours au raisonnement « économisateur » au profit d'un critère – la satisfaction – qui ressort du domaine de la psychologie plutôt que de la science économique et qui, par ce fait, est peu opérationnel.

⁵⁹³ D. KAHNEMAN & A. TVERSKY, « On the Psychology of Prediction », 80 *Psychol. Rev.*, 237 (1973).

⁵⁹⁴ Voir aussi la méthode heuristique de résolution des problèmes (1973).

⁵⁹⁵ F. H. KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin Company, 313 (1921).

⁵⁹⁶ H. SIMON, *op.cit.*, 8. Cette idée sera extensivement reprise et retravaillée par les évolutionnistes.

⁵⁹⁷ *ibidem*, 9 (1978).

et l'incomplétude sont absentes des travaux néo-classiques critiqués par Simon, ceux-ci n'en restent pas moins attachés à résoudre ces problèmes en cherchant à intégrer, dans un programme d'optimisation, les limites de perception ou de traitement de l'information. La préoccupation centrale demeure celle de savoir *quelle* est la décision optimale et non *comment* arriver à une décision adéquate.

Chez Williamson, la rationalité limitée se définit comme le degré intermédiaire de rationalité dans lequel les agents économiques sont supposés être intentionnellement rationnels, mais seulement de façon limitée.⁵⁹⁸ L'intentionnalité de la rationalité met au jour la volonté d'économiser, c'est-à-dire de réaliser des économies en choisissant telle transaction plutôt que telle autre. La raison s'exerce par des calculs mais elle est limitée et c'est précisément cette limitation qui conduit à l'étude des organisations. Si l'intelligence est une ressource rare, alors toute économie sur son utilisation s'avère pleinement justifiée et il convient de s'intéresser aux procédés dont les parties font usage pour utiliser au mieux leurs capacités limitées. Il existe deux façons d'économiser sur la rationalité limitée : l'une concerne les processus décisionnels, c'est notamment ce qui a intéressé Simon quand il étudie les modes heuristiques de prise de décision au départ des théories de « *search* » et de « *team* » ; l'autre est liée au recours à des structures de gouvernance des transactions. Puisque les contrats ne peuvent déterminer *ex ante* l'ensemble des obligations des parties en fonction des différentes contingences possibles, les conditions de déroulement *ex post* de la transaction importent. Williamson adopte un point de vue exo-contractuel de l'incertitude⁵⁹⁹ ; il s'appuie sur l'existence d'un système de règles extérieures pour établir et mettre en œuvre certains contrats incomplets (nous verrons plus loin lesquels et pourquoi). Ainsi, les structures de gouvernance seront jugées comme plus ou moins adéquates en fonction, notamment, de leur capacité d'adaptation face à des perturbations environnementales imprévues. Les coûts de transaction dépendent donc, pour partie, de l'aptitude des organisations à économiser sur la rationalité. Si on suit ce raisonnement, il faut bien reconnaître que, chez Williamson, rationalité limitée et coûts de transaction sont les deux faces d'une même médaille. La rationalité limitée n'est finalement rien d'autre qu'une façon sophistiquée d'affirmer que l'information est coûteuse. La différence entre la rationalité substantielle et la rationalité limitée est plus une différence de degré que de nature. De

⁵⁹⁸ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 69 (1994).

⁵⁹⁹ C. CHASERANT, *op.cit.* (2000)

ce point de vue, il est permis de se demander si Williamson a véritablement pris en compte toutes les implications de son hypothèse de rationalité : il reconnaît l'importance de la rationalité limitée pour ce qui est du comportement des agents dans le cadre d'une forme de gouvernance, mais il suppose qu'une rationalité parfaite est à l'œuvre dans le choix de cette forme de gouvernance, puisque s'impose en chaque circonstance celle qui minimise les coûts de transaction. Puisque le choix d'une structure de gouvernance dépend de la propension de celle-ci à minimiser les coûts de transaction, pourquoi la rationalité limitée ne s'applique-t-elle pas aussi au calcul des coûts de transaction.⁶⁰⁰ Prétendre pouvoir déterminer un coût de transaction avant l'accomplissement de cette transaction suppose, en fait, le recours à une rationalité non-limitée. Dans l'optique transactionnaliste, tout semble se passer comme si, au moment où un individu choisit en fonction des coûts d'une situation, ce dernier connaît déjà les coûts dont la réalisation dépendra des choix qu'il aura effectués. Aussi, les transactions peuvent-elles être jugées comme plus ou moins efficaces en fonction des coûts relatifs qu'elles engendrent et qui sont déterminables *a priori* en fonction d'un calcul qui s'apparente à la recherche d'un optimum économique.

2-1-2. L'opportunisme des agents.

« Taken together, the overall import of bounded rationality and opportunism for transaction-cost economics is this: organize transactions so as to economize on bounded rationality while simultaneously safeguarding the transactions in question against the hazards of opportunism. »

Oliver Williamson⁶⁰¹

L'opportunisme des agents constitue la deuxième caractéristique comportementale qui soutient l'explication transactionnelle de la firme. La valorisation de ce facteur traduit la préoccupation de Williamson à vouloir appréhender les individus tels qu'ils sont, dans un contexte d'information imparfaite. L'opportunisme, chez Williamson, est « *une recherche d'intérêt personnel qui comporte la notion de tromperie* »⁶⁰². Cette dernière inclut les formes les plus apparentes telles que le mensonge, le vol et la tricherie ainsi que certaines formes plus subtiles. L'opportunisme repose, en fait, sur une révélation incomplète, déformée ou falsifiée de l'information, notamment quant aux capacités, aux

⁶⁰⁰ voir à ce sujet l'analyse de P-Y. GOMEZ, *Le gouvernement de l'entreprise*, Paris, Interéditions, 144 (1996).

⁶⁰¹ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 48 (1996).

⁶⁰² O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 70 (1994).

préférences ou aux intentions. Il trouve donc à s'exprimer en raison de l'existence d'asymétries d'information entre les individus. Il n'est pas nécessaire de postuler que tous les agents agissent toujours et en toutes circonstances de manière opportuniste : ce n'est pas parce que les hommes ne sont pas totalement fiables que toutes leurs actions sont dictées par un opportunisme réciproque ou préemptif. L'opportunisme est simplement une forme d'incertitude comportementale qui empêche de tabler sur l'honnêteté et l'obéissance des agents qui prennent part à des transactions économiques se déroulant dans le temps.⁶⁰³

Le soupçon d'opportunisme qu'introduit l'économie des coûts de transaction comme moteur des comportements économiques se distingue de la recherche de l'intérêt personnel postulé par les néo-classiques. L'individu néo-classique confronte, sur les marchés, son intérêt personnel à d'autres intérêts personnels et le mécanisme des prix sert à révéler ces intérêts qui sont supposés être entièrement et sincèrement divulgués dès le début. Etant entendu qu'il n'y a aucune surprise possible ni aucun comportement problématique attribuable à un écart malicieux par rapport à la règle, la condition de recherche de l'intérêt personnel suffit en elle-même et les problèmes d'organisation se limitent à des problèmes technologiques (par exemple, les économies d'échelle).⁶⁰⁴

Rappelons que, dans la littérature contractualiste (principalement celle consacrée à l'étude des mécanismes d'assurance), l'opportunisme est connu sous deux formes : *ex ante* (sélection adverse) et *ex post* (risque moral).⁶⁰⁵

→ La sélection adverse est la manifestation de l'opportunisme avant la passation d'un contrat, qui est rendue possible par les asymétries informationnelles entre les parties. Par exemple, les assureurs sont incapables de déceler les niveaux de risque des clients, étant entendu que – toutes choses étant égales par ailleurs – les clients à haut niveau de risque n'ont pas d'intérêt à révéler leur état. Dans sa

⁶⁰³ Le temps est un facteur important, car c'est dans la durée que les comportements opportunistes sont possibles. A partir du moment où les transactions s'effectuent instantanément, les comportements effectifs se confondent avec les comportements attendus. C'est de John Commons dont Williamson s'est inspiré pour montrer que le temps (Commons parle de la conception de l'avenir) joue un rôle dans l'appréciation des coûts de recours au marché.

⁶⁰⁴ Pour un développement plus extensif de ce sujet, voir P-Y. GOMEZ, « Le statut de la confiance dans la théorie économique », in F. BIDEAULT, P-Y. GOMEZ, G. MARION (eds.), *Confiance, Entreprise, Société*, Eska, Paris (1995).

⁶⁰⁵ Les problèmes de sélection adverse et de risque moral ont déjà été traités dans le chapitre 3 de notre deuxième partie, consacré à la théorie positive de l'agence.

célèbre analyse du marché des voitures d'occasion, Akerlof⁶⁰⁶ montre que des transactions peuvent se réaliser sur des produits de mauvaise qualité.

→ Le risque moral, quant à lui, se manifeste dans la phase d'exécution de la transaction ; il est rendu possible par l'incomplétude du contrat et la difficulté à déterminer si les parties ont respecté les termes de l'accord. En matière d'assurance, cette situation correspond à l'accentuation des comportements négligents des assurés lorsque ceux-ci se savent couverts et qu'il est impossible parce que trop coûteux pour l'assureur, de vérifier qu'il en est ainsi.

Pour Williamson, les problèmes posés par l'opportunisme sont dominants dans l'incapacité du mécanisme de marché à coordonner certaines activités. En absence d'opportunisme, la coordination des efforts communs peut se suffire de l'existence de règles générales, grâce auxquelles les parties s'accorderaient pour se lier dans leurs échanges, et que le marché est à même de fournir. Autrement dit, sans opportunisme, l'échange par le marché est une forme plus adéquate de coordination. En effet, si les parties sont parfaitement fiables - c'est-à-dire respectueuses de leurs promesses - le principal peut se suffire de la promesse par laquelle l'agent s'engage à se comporter d'une façon coopérative, étant entendu que l'agent exigera en retour un engagement de bonne foi de la part du principal. Dans ce cas, il n'est même pas nécessaire d'avoir une planification exhaustive *a priori* de l'ensemble de la transaction, car les problèmes d'exécution peuvent être évités en insistant *ex ante* sur une clause du type : je m'engage sincèrement à dévoiler toute information pertinente et, par la suite, à faire des propositions et à coopérer lors du partage des bénéfices communs.

En présence d'opportunisme, par contre, il faut considérer les contrats marchands comme des promesses relevant de la naïveté et il faut organiser les échanges de manière à créer des garanties. Plus le risque d'opportunisme est grand, plus les coûts de transaction augmentent (c'est-à-dire les coûts de négociation et de supervision d'un contrat), ce qui incite à l'internalisation de la transaction au sein d'une structure de gouvernance.

Le comportement opportuniste n'avait pas été thématisé par Coase dans son fameux article de 1937 qui a inspiré Williamson. Dans des écrits plus récents, Coase a toutefois

⁶⁰⁶ G. AKERLOF, « The market for lemons: quality, uncertainty and the market mechanism », *Review of Economic Studies*, 54 (1970).

pris position et a estimé que l'opportunisme n'était pas une justification spécifique de l'intégration verticale et donc de l'existence de la firme. Pour lui, l'opportunisme n'est qu'un candidat parmi une multitude d'autres pour expliquer l'existence de l'entreprise. Dans le même ordre d'idées, H. Demsetz⁶⁰⁷, qui ne conteste pas que l'opportunisme affecte l'organisation des échanges, affirme que l'enthousiasme pour la théorie de l'opportunisme doit être relativisé car, empiriquement, il peut y avoir une intégration verticale forte dans un cadre relationnel où l'opportunisme est relativement absent. Cette objection peut toutefois être contournée en répondant que l'intégration verticale avait précisément pour but de réduire les comportements déviants.

2-2. Les caractéristiques des transactions: incertitude, fréquence et spécificité des actifs.

« A transaction occurs when a good or service is transferred across a technologically separable interface. Transactions are mediated by governance structures (markets, hybrids, hierarchies) ».

Oliver Williamson⁶⁰⁸

La 'transaction', par opposition à la catégorie 'échange' des néo-classiques, constitue l'unité microéconomique de base de l'analyse williamsonienne. Paradoxalement, il est difficile de trouver chez Williamson une définition très précise de la transaction. On peut s'inspirer de celle que donne Yoram Barzel : *« les coûts de transaction sont les coûts associés au transfert, à la capture et à la protection des droits de propriété. »*⁶⁰⁹ Selon cette acception, toute coopération entre deux personnes implique une transaction, laquelle se traduit nécessairement par un échange réciproque de droits de propriété.

On a évoqué précédemment le fait que le concept de transaction a été repris par Williamson chez l'institutionnaliste John Commons qui a étudié tant les pratiques effectives des agents dans leurs transactions que les catégories juridiques dans lesquelles ces transactions s'inscrivent. Commons oppose une critique à l'égard de l'économie néo-classique en avançant l'idée selon laquelle les individus adaptent leurs relations économiques à des habitudes culturelles qui leur sont préalables. Il distingue

⁶⁰⁷ H. DEMSETZ, *The Economics of Business Firm-Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press, 48 (1995).

⁶⁰⁸ O. WILLIAMSON, op.cit, 379 (1996).

⁶⁰⁹ Y. BARZEL, *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge University Press, 2 (1997)

les transactions de marchandage, de direction et de rationnement qu'il explique selon 5 principes : l'efficacité, la rareté, les règles de travail, la souveraineté et la conception que l'on se fait de l'avenir. Williamson reprend la notion à son actif, mais lui donne un sens quelque peu différent, en insistant sur le dernier principe dégagé par Commons, à savoir l'importance du temps dans les relations contractuelles. En effet, tout échange économique se divise en trois grands moments : une négociation initiale, un contrat d'échange proprement dit et une résolution du contrat après que l'échange ait eu lieu. Le concept de transaction vise précisément à faire droit à ces trois moments. Alors que sur le marché libéral « pur », le temps n'est pas réellement pris en compte (tous les échanges sont censés se produire instantanément et spontanément, sans qu'aucune organisation ne soit nécessaire pour sceller des accords individuels sur les quantités et les prix des biens échangés), dans le modèle des coûts de transaction la durée est intégrée dans l'analyse. On verra que les trois temps de l'échange sont censés être plus ou moins longs selon les hypothèses que l'on émet sur les individus et sur les actifs échangés.

Chez Williamson, les transactions comportent trois dimensions, la dernière étant la plus importante: l'incertitude, la fréquence et la spécificité des actifs. Ce sont ces trois dimensions qui permettent d'expliquer les différences entre les transactions et les structures de gouvernance qu'elles appellent.

2-2-1. L'incertitude.

La dimension d'incertitude est intimement liée au postulat de rationalité limitée. Comme l'a soutenu Hayek (mais aussi Keynes), les problèmes les plus intéressants de l'organisation économique apparaissent en conjonction avec l'incertitude : « *the economic problem of society is mainly one of rapid adaptation to changes in the particular circumstances of time and space.* »⁶¹⁰ La thèse défendue par Williamson est que les structures organisationnelles ('*governance structures*') diffèrent dans leurs capacités à répondre efficacement aux aléas. L'incertitude qui importe ici est l'incertitude non probabilisable c'est-à-dire celle qui, parce qu'elle est liée à la rationalité limitée, ne peut être solutionnée par les techniques de calcul économique.

⁶¹⁰ F. HAYEK, « The Use of Knowledge in Society », 35 *American Economic Review*, 524 (1945).

Cette incertitude est, avant tout, de nature comportementale : elle ne naît pas tant des aléas de la nature (ex : le climat) que de l'action humaine proprement dite. Elle porte sur les comportements des acteurs et plus spécifiquement sur les comportements stratégiques. Elle provient non seulement d'un manque de communication (un décideur n'a pas les moyens de démasquer les décisions des concurrents ni les plans réalisés par les autres), mais elle peut aussi provenir d'un refus stratégique de divulguer l'information, d'un maquillage ou d'une altération consciente de celle-ci. « *Les parties font des plans les unes en fonction des autres, ce qui est la source d'une incertitude ex ante et de surprises ex post.* »⁶¹¹ Incertitude, opportunisme et rationalité limitée sont ainsi étroitement liés ; leur influence sur les organisations économiques varie en fonction du type de transaction qui est en jeu.

2-2-2. La fréquence

La fréquence des transactions est un élément accroissant l'importance de l'incertitude : plus une relation entre des agents économiques se répète dans le temps, plus le risque augmente d'une conséquence négative sur l'un ou l'autre en cas de défaillance de la partie adverse. La fréquence de la transaction accroît le caractère solidaire de la relation, donc l'importance de l'incertitude et donc le coût à payer pour la réduire. A l'inverse, si la transaction est unique ou occasionnelle, les coûts de transaction sont moindres car les parties sont plus indépendantes l'une par rapport à l'autre.

2-2-3. La spécificité des actifs.

La spécificité des actifs renvoie au concept d'« *asset specificity* » défini par Williamson comme « *a specialized investment that cannot be redeployed to alternative uses or by alternative users except at a loss of productive value.* »⁶¹² L'actif spécifique peut prendre différentes formes parmi lesquelles la spécificité de site, la spécificité de l'actif physique, la spécificité de l'actif humain et les actifs dédiés pour la transaction. En d'autres termes, il peut s'agir de machines, de moyens de production, d'hommes ayant acquis un savoir-faire spécifique, d'un site de production ou d'un emplacement particulier. En matière de capital humain, la spécificité n'est pas à confondre avec les

⁶¹¹ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 80 (1994).

⁶¹² O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 377 (1996).

compétences à l'entrée du travailleur. Comme le soulignent P. Doeringer et M. Piore: « *almost every job involves some specific skills. Even the simplest custodial tasks are facilitated by familiarity with the physical environment specific to the workplace in which they are being performed. The apparently routine operation of standard machines can be importantly aided by familiarity with the particular piece of operating equipment... In some cases workers are able to anticipate trouble and diagnose its source by subtle changes in the sound or smell of the equipment. Moreover, performance in some production or managerial jobs involves a team element, and a critical skill is the ability to operate effectively with the given members of the team. This ability is dependent upon the interaction skills of the personalities of the members, and the individual's work 'skills' are specific in the sense that skills necessary to work on one team are never quite the same as those required on another.* »⁶¹³

Le concept de 'spécificité des actifs' est reconnu depuis longtemps dans la science économique⁶¹⁴, mais Williamson est le premier à en avoir exploité les conséquences pour la compréhension de l'existence de différentes formes organisationnelles. Avec la rationalité limitée, il constitue la pierre angulaire de l'analyse transactionnelle allant jusqu'à faire dire à un auteur comme Alchian (qui autrefois soutenait le contraire) que « *toute la rationalité du statut employés-employeurs et même de l'existence des firmes repose sur la spécificité des actifs, sans celle-ci, il n'existe pas de raison connue pour qu'existent les firmes* »⁶¹⁵.

La conséquence principale de la spécificité est qu'elle change la nature des relations entre agents : elle crée un lien de dépendance durable entre les parties qui conduit à toute une série de problèmes quant à l'organisation de leurs relations : contrôle du comportement et respect des engagements, définition des règles de partage du résultat de la coopération, etc. Plus les actifs investis dans la relation sont spécifiques, plus seront dommageables les conséquences éventuelles du désengagement d'une des parties. Il résulte de ceci que les parties seront amenées à instaurer des dispositifs de gouvernance de leurs relations qui les protègent du risque de rupture. Dans un contexte intertemporel, les actifs spécialisés sont plus risqués du fait qu'ils ne peuvent être redéployés sans perte de valeur productive en cas d'achèvement prématuré de la

⁶¹³ P. DOERINGER & M. PIORE, *op.cit.*, 15-16 (1971).

⁶¹⁴ A. Marshall a été un des premiers à traiter de l'idiosyncrasie du contrat d'emploi [in A. MARSHALL, *Principles of Economics*, 8th ed. New York, Macmillan, 626 (1948)].

⁶¹⁵ A. A. ALCHIAN, « Specificity, Specialization and Coalitions », 140 *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 34 (1984), cité en traduction dans O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 76 (1994).

relation. Les investissements à caractère général, eux, ne posent pas les mêmes difficultés, car ils sont à usages multiples et peuvent facilement être réutilisés à l'extérieur de la relation.

Williamson développe un raisonnement en trois temps:⁶¹⁶

- (i) La spécificité des actifs renvoie à des investissements durables qui sont réalisés à l'appui de transactions particulières. Le coût d'opportunité d'un investissement est beaucoup plus bas dans l'alternative la plus profitable, ou avec des utilisateurs alternatifs, en cas de fin prématurée de la transaction.
- (ii) Dans ces circonstances, l'identité spécifique des parties pour une transaction importe fortement. Autrement dit, la continuité de la relation est valorisée.
- (iii) Par conséquent, des garanties contractuelles et organisationnelles apparaissent à l'appui de transactions de ce genre, lesquelles garanties seraient inutiles (seraient sources de coûts superflus) pour des transactions plus familières de nature néo-classique (non spécifiques).

Lorsque les actifs ne sont pas spécifiques, la meilleure organisation économique de la transaction est assurée par le marché : son gouvernement (loi de l'offre et de la demande, transparence de l'information, etc.) permet de définir un contrat classique entre les agents. Plus le facteur « spécificité » augmente, plus la relation sera en demande de formes institutionnelles (contrats néo-classiques ou intégration verticale) visant à minimiser les risques d'opportunisme. Notons que la spécificité se combine (c'est-à-dire qu'elle possède des effets d'interaction) avec la rationalité limitée, l'opportunisme et l'incertitude. En effet, l'opportunisme n'a de conséquences importantes que dans le cas où l'idiosyncrasie de la relation induit un lien de dépendance entre les parties. Dans le cas contraire, les risques liés à l'opportunisme sont moins importants. De même, l'influence de l'incertitude sur l'organisation économique est d'autant plus importante que la transaction est spécifique. *« Chaque fois que les actifs sont spécifiques à un degré non négligeable, l'accroissement du degré d'incertitude rend plus impératif le fait que les parties conçoivent un mécanisme pour « faire aboutir les choses »-puisque les écarts contractuels seront plus grands et les occasions d'adaptation séquentielles augmenteront en nombre et en importance avec l'accroissement du degré d'incertitude. »*⁶¹⁷

⁶¹⁶ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 78 (1994).

⁶¹⁷ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 83 (1994).

En reprenant les différents éléments que nous avons présentés, il est possible, en les croisant, d'obtenir une typologie des gouvernements de contrats en adéquation avec les transactions économiques.

Hypothèses				
Rationalité limitée				
Opportunisme				
Actifs spécifiques				
Faible		Forte		

Prise en compte du temps de la relation.	Degré d'incertitude pesant sur l'évolution des accords	Type de contractualisation adéquate	Type de gouvernement régissant ces contrats	Types de coordination adéquate
- (spot)	Faible	Classique	Gouvernement du marché : offre, demande, ajustement automatique par les prix	Marché (= laisser faire)
+		Néo-classique	Gouvernement trilatéral : contrat et rôle du juge comme recours	
++ (durable)	Fort	Evolutive	Gouvernement 'unifié' : l'autonomie des parties est maintenue mais l'une commande à l'autre : c'est le ' <i>fiat</i> '	Organisation (= exercice d'une autorité)

Tableau tiré de P-Y. GOMEZ⁶¹⁸

⁶¹⁸ P-Y. GOMEZ, *op.cit.*, 83 (1996)

- En l'absence d'incertitude, le marché traditionnel est la structure la plus efficace pour organiser les transactions. Par contre, en présence d'un certain degré d'incertitude, le choix de la forme organisationnelle la plus appropriée dépendra essentiellement des deux paramètres que sont la fréquence de la transaction (pour l'acheteur) et le degré de spécificité des actifs (du point de vue de l'offreur). Si l'investissement est non spécifique, les coûts de transaction sont faibles et le marché standard correspondant au contrat classique⁶¹⁹, est la structure d'organisation la plus appropriée quelle que soit la fréquence de la transaction et donc le degré d'incertitude en résultant. Etant donné que le bien est standardisé, on présume qu'en cas de rupture de la relation, il est aisé (non coûteux) de recourir à des arrangements alternatifs d'offre et d'achat. En d'autres termes, c'est l'existence d'options alternatives qui protège indirectement chaque partie contre l'opportunisme de l'autre. Le recours à un dispositif particulier pour soutenir la relation n'est pas nécessaire, le maintien de cette dernière n'ayant pas de valeur intrinsèque.
- L'existence d'actifs spécifiques oblige, par contre, à la création d'autres formes d'organisation des relations. Si la transaction impliquant des investissements spécifiques est occasionnelle (fréquence faible), le contrat classique ne peut suffire, compte tenu de la dépendance existant entre les parties et les risques de comportements opportunistes. Mais la faible fréquence de la transaction ne justifie pas non plus la mise en place d'une structure hiérarchique forte, car celle-ci serait trop coûteuse. Elle invite plutôt à la convocation d'un contrat de type néo-classique, c'est-à-dire d'une forme intermédiaire entre le marché et l'intégration verticale. L'assistance d'une tierce personne (sous le mode de l'arbitrage), pour résoudre les conflits et évaluer la bonne exécution, sera valorisée (par opposition à un recours aux tribunaux), principalement parce que ce type de dispositif est cohérent avec les objectifs de la continuité de la relation.
- Enfin, là où la spécificité des actifs se combine à une fréquence élevée des transactions, la mise en place d'une structure de gouvernance bilatérale⁶²⁰ (ex : la sous-traitance) ou d'une gouvernance unifiée est la plus appropriée. L'avantage de

⁶¹⁹ On a vu que, pour Williamson, le contrat « classique » est celui qui suppose des arrangements dans un contexte de marché et implique un support juridique chargé essentiellement de faire respecter les transferts de biens échangés. L'exemple paradigmatique est le contrat de vente.

⁶²⁰ Dans son élaboration la plus récente, la théorie des coûts de transaction a insisté sur les structures bilatérales de gouvernance, dans une volonté de prendre en compte, de manière plus diversifiée, des différentes formes de coordination intermédiaires entre le marché et la firme.

ce type de structure est de permettre une adaptation continue des rapports entre les parties, sans la contrainte de renégociation d'un accord.

La gouvernance bilatérale vise à mettre en place des contrats non standards permettant de garantir l'adaptation et la continuité de la relation entre les parties, tout en préservant leur autonomie. La gouvernance unifiée, quant à elle, vise à retirer la transaction du marché afin de l'organiser au sein de la firme où elle sera soumise à une relation d'autorité (le *fiat*). Dans le cas de transactions fortement idiosyncrasiques, la supériorité de la firme par rapport au marché s'explique par les caractères des processus de prise de décision interne : leur plus grande capacité d'adaptation relativement aux processus de marché. L'avantage de l'intégration verticale réside dans le fait que des adaptations peuvent être effectuées de manière séquentielle sans avoir besoin de consulter, de compléter ou de réviser des accords interfirmes.

Le raisonnement exposé ci-dessus, met donc en lumière une des propositions fondamentale de Williamson selon laquelle les structures de gouvernance doivent être harmonisées avec les attributs sous-jacents des transactions d'une façon discriminante, pour que les objectifs d'efficacité de l'organisation économique soient réalisés. Comme le soulignent Coriat et Weinstein paraphrasant Williamson : « *la théorie des coûts de transaction se distingue d'autres visions contractuelles de la firme telles que la théorie de l'agence (...), par l'importance qu'elle attache au processus intertemporel de déroulement des relations contractuelles. Le choix entre marché et hiérarchie repose, en définitive, sur un arbitrage entre la force incitative, propre aux mécanismes de marché fondés sur les règles, et l'adaptabilité qu'apporte le pouvoir discrétionnaire de la hiérarchie.* »⁶²¹

⁶²¹ B. CORIAT & O. WEINSTEIN, *op.cit.*, 62 (1995).

III. La conception transactionnelle de la corporate gouvernance et les aménagements organisationnels qui en découlent

« Any issue that arises as or can be posed as a contractual issue can be examined to advantage in transaction cost economizing term. »

O. Williamson⁶²²

La démarche transactionnelle procède en deux temps: elle commence par dévoiler la nature contractuelle du problème étudié, puis elle déroule son schéma d'analyse en termes de coûts de transaction afin d'identifier la structure de gouvernance la plus appropriée. Elle s'est donc, tout naturellement, penchée sur l'étude des relations qui lient les différents membres de la firme, ainsi que sur la répartition du pouvoir dans l'entreprise⁶²³. A quels besoins de gouvernance, s'il en existe, répond la création d'un conseil d'administration ? Quelles sont les conséquences d'une représentation de toutes les parties prenantes ('*stakeholders*') au conseil d'administration ? Quelle est la relation entre les pouvoirs octroyés aux dirigeants et les formes d'organisation ?

En dépit de son ouverture la prise en compte de l'importance du capital humain dans la production d'une gouvernance efficiente, l'approche williamsonienne conforte le modèle de la souveraineté actionnariale, c'est-à-dire celui où les actionnaires disposent de l'essentiel des pouvoirs dans l'entreprise. R. Romano l'exprime sans détour: *« transaction cost economics offer no analytical support for expanding board representation to non-shareholder groups, and indeed, cautions against such proposal. »*⁶²⁴ L'argumentaire utilisé pour étayer la vision actionnariale de l'entreprise est étroitement lié aux hypothèses fondamentales exposées dans la partie précédente, et principalement au rôle joué par la spécificité des actifs.

Le raisonnement mobilisé est le suivant.

De quelque manière qu'on les décrive (c'est-à-dire en termes de « propriétaires » ou non), les actionnaires assument une relation unique avec la société : l'intégralité de leurs investissements est potentiellement exposée au risque. Ils constituent le seul groupe

⁶²² O. WILLIAMSON, « The New Institutional Economics : Taking Stock, Looking Ahead », *Journal of Economic Literature*, vol. 38, 608 (2000)

⁶²³ Voir surtout le chapitre 11 de *Les institutions de l'Economie*, Paris, Interéditions (1994) ainsi que « Corporate Governance », 93 *Yale Law Journal*, 1197 (1984).

⁶²⁴ R. ROMANO, « Corporate Law and Corporate Governance », 5 *Industrial and Corporate Change*, 293 (1996).

dont la relation avec l'entreprise n'est pas périodiquement soumise à renouvellement. Bien que le marché des actions leur permette de revendre leurs titres, il ne s'ensuit pas que, en tant que groupe, les actionnaires aient un intérêt temporaire dans la firme. Au contraire, ils investissent pour toute la vie de l'entreprise et leurs droits seront honorés en dernier en cas de liquidation. Dans la mesure où le contrat entre la firme et les actionnaires ne fait pas l'objet d'un renouvellement régulier, les parties sont dans l'impossibilité de procéder à une renégociation des termes du contrat (en cas de survenance d'événements imprévus) à l'occasion de la période de renouvellement. En outre, le caractère dispersé (quoique spécifique) des actifs financés par les actions, désavantage les actionnaires lorsqu'il s'agit de prévoir, contractuellement et *ex ante*, des protections spécifiques telles que des garanties bilatérales. Par opposition, les autres 'stakeholders' (les travailleurs, les fournisseurs, les créanciers et les consommateurs) demeurent en possession des actifs qu'ils investissent et ils peuvent les redéployer sans coût excessif vers une autre source d'avantage productif. A tout le moins, leur risque d'être expropriés est limité au volume des actifs dispensés à court terme.

On a vu qu'une des hypothèses centrales de l'économie des coûts de transaction est que, pour une transaction donnée, l'efficacité (mesurée en terme de minimisation des coûts de transaction) d'une structure de gouvernance est déterminée par les attributs de cette transaction. Donc, dans la mesure où les actionnaires constituent le groupe dont la transaction avec l'entreprise est la plus fragile, il est nécessaire d'élaborer une structure de gouvernance visant à protéger ces derniers contre les risques d'expropriation. Résumons cet argument en trois temps:⁶²⁵

- (i) Pour les actionnaires, le prix de la liquidité de leur créance est un certain détachement des affaires intérieures de l'entreprise, qui les place en position de faiblesse par rapport aux autres parties. Il convient donc de les protéger pour les inciter à contracter avec la firme.
- (ii) Le contrat d'actionnaire est indispensable, car il permet de financer des projets novateurs. En effet, un financement exclusivement par dette réduirait les capacités d'innovation de l'entreprise.
- (iii) Le pouvoir résiduel de contrôle, associé au contrôle du conseil d'administration, constitue une structure de gouvernance appropriée à la transaction entre les actionnaires et l'entreprise. Doter les actionnaires d'une capacité de contrôler les

⁶²⁵ A. REBERIOUX, « Valeur actionnariale versus démocratie industrielle : une approche cognitive de la gouvernance d'entreprise » in *Régimes de gouvernement d'entreprise et stratégies d'entreprise*, Rapport

activités de la firme et à remplacer la direction en cas de crise facilite l'obtention, par l'entreprise, de capital-actions à des conditions plus avantageuses : la capacité de l'entreprise à attirer du capital financier est d'autant plus grande qu'existent des garanties visant à protégeant les risques d'expropriation⁶²⁶. Dès lors, le conseil d'administration doit être organisé comme un instrument de gouvernance par les actionnaires. Il en va de l'intérêt économique de l'ensemble des parties prenantes.

Chez Williamson, le contrôle du conseil d'administration par les actionnaires survient donc de façon endogène, comme un moyen de garantir les investissements de ceux qui sont confrontés au risque diffus, mais significatif, d'expropriation parce que les actifs en jeu sont nombreux et mal définis et doivent être protégés d'une façon spécifique à la transaction. J. Macey rend bien compte de cette position privilégiée des actionnaires: « *uniquely, the residual claimants ... are interested in the firm's overall profitability, whereas creditors and managers (and presumably other constituents as well) are essentially fixed claimants who wish only to see their claims repaid and who will logically tend to resist risky activities. Having less interest in the, overall (economic) performance of the firm, creditors can bargain through contract and do not need representation on the board to monitor all aspects of the firm's performance.* »⁶²⁷

Qu'en est-il des autres parties prenantes ?

Pour Williamson, la question de savoir si d'autres parties prenantes peuvent avoir qualité pour participer au conseil d'administration dépend de la relation contractuelle qu'elles entretiennent avec la firme.

Les prêteurs, par exemple, pourraient théoriquement avoir une prétention à être représentés au conseil d'administration. Cela dit, ils sont dans une position moins risquée que les actionnaires. Deux cas de figure peuvent être distingués. Soit, le prêt

pour le compte du Commissariat Général du Plan: Appel d'offre Gouvernement d'entreprise (responsable scientifique : Michel Aglietta), Septembre 2001.

⁶²⁶ Williamson reconnaît logiquement que, bien que la direction puisse avoir reconnu avec enthousiasme la présence majoritaire de représentants des actionnaires au conseil d'administration au moment où il s'agissait d'émettre les actions initiales et ce, afin d'obtenir des conditions plus favorables, elle peut ultérieurement préférer se soustraire au contrôle exclusif des actionnaires. Si des capitaux supplémentaires ne sont pas nécessaires, la composition et le caractère du conseil peuvent être altérés au détriment des actionnaires. Des contrôles existent toutefois pour prévenir de telles distorsions.

⁶²⁷ J. R. MACEY, "An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate *Fiduciary Duties*", 21 *Stetson Law Review*, 36 (1991).

accordé est de court terme. Dans ce cas, la preuve de la solidité financière de l'entreprise combinée à l'échéance rapprochée de la créance protège suffisamment le prêteur pour qu'une présence au conseil d'administration ne soit pas nécessaire. Soit, le prêt est de long terme. Dans ce cas, le prêteur négocie généralement une garantie supplémentaire sous la forme, par exemple, de droits préemptifs sur les actifs durables. Aucune présence au conseil d'administration ne semble de mise, dans la mesure où il est possible, en négociant contractuellement des garanties bilatérales, d'ajuster avec soin les incitations requises pour assurer le remboursement de la dette.

Le même raisonnement est tenu par rapport aux travailleurs. La présence de travailleurs au conseil d'administration s'avère inappropriée si ces derniers possèdent un savoir et une compétence à caractère général : « *de tels travailleurs peuvent partir et être remplacés sans perte productive pour la firme.* »⁶²⁸. Dans la mesure où l'offre de travail est supposée être suffisamment vaste pour que l'entreprise puisse trouver sur le marché des travailleurs qui lui conviennent, il serait peu efficace d'embaucher ces derniers dans le cadre d'un contrat de travail à durée indéterminée et de payer les coûts liés au gouvernement de ce type de contrat (coûts de surveillance, contrôle, etc.). Le marché exerce la discipline et la menace de non-reconduction de la transaction suffit à inciter les travailleurs à maximiser leurs efforts. Le travail journalier dans l'agriculture et l'interim sont les exemples paradigmatiques de ce type de transaction.

Les travailleurs qui réalisent des investissements spécifiques à la firme (c'est-à-dire des investissements en capital humain) et qui doivent être 'utilisés' de manière récurrente, se trouvent, par contre, dans une position (analytique) différente. En effet, le caractère spécifique des actifs investis rend les contractants plus solidaires : il est difficile de trouver un partenaire alternatif compte tenu de la spécialisation des compétences ou du savoir-faire. Par conséquent, les deux parties à la transaction (tant les travailleurs que la firme) ont avantage à trouver une forme de gouvernement de leur contrat qui les protège du risque de rupture. Un échec éventuel de ce type de garantie se traduit par des exigences plus élevées en termes de salaires : en l'absence de la signature d'un contrat de travail à durée indéterminée, comportant des garanties mutuelles pour les deux parties (octroi de certaines protection contre le licenciement abusif ainsi que d'un salaire mensuel fixe, en échange d'une subordination librement consentie), le travailleur tendra à exiger un salaire supérieur. Par conséquent, les coûts de la transaction se trouveront

⁶²⁸ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 319 (1994).

minimisés en ajustant les incitations au travers d'une structure de gouvernance spécifique. Pour Williamson, le contrat de travail traditionnel (caractérisé par le pouvoir de direction et de surveillance de l'employeur) constitue le dispositif le plus approprié : la contractualisation y est de type évolutive et c'est la hiérarchie de l'entreprise (l'employeur) qui est chargée d'adapter le contrat en fonction de l'évolution de l'environnement économique.

En résumé, malgré l'évidence reconnue du rôle décisif joué par le capital humain dans la création d'une rente organisationnelle, la primauté reste donnée aux actionnaires. Pour justifier l'inefficience de la présence de travailleurs au conseil d'administration, Williamson se borne à souligner que les travailleurs sont bien placés pour négocier des garanties contractuelles afin de protéger le capital humain qu'ils ont investi (indemnités de licenciement, syndicats, systèmes de promotion définis ex ante, etc.). Il reconnaît, tout au plus que certaines concessions (en terme d'accès au conseil d'administration) peuvent être nécessaires en période d'adversité économique mais uniquement pour servir des objectifs d'information. Lorsque les firmes demandent aux travailleurs des contreparties, la participation du personnel au conseil d'administration peut atténuer le scepticisme des travailleurs en promouvant l'échange d'informations crédibles⁶²⁹.

Une illustration de l'influence de l'analyse transactionnelle dans la doctrine juridique nord-américaine : les 'fiduciary duties'.

L'approche transactionnelle de la '*corporate governance*' a trouvé un terrain particulièrement fertile dans la doctrine juridique contemporaine aux Etats-Unis où le modèle juridique dominant de l'entreprise est fortement indexé à une approche économique qui analyse en terme d'efficience les différentes relations entre les parties prenantes. Le rhétorique des coûts de transaction a, ainsi, été utilisée par les juristes pour justifier la primauté de l'actionnaire dans la gestion de l'entreprise. Un des exemples paradigmatiques de ce type d'analyse concerne la problématique des devoirs fiduciaires auxquels sont tenus les dirigeants de sociétés ('*fiduciary duties*').

⁶²⁹ Cet argument est repris par Jeffrey Gordon qui a étudié, au départ d'une analyse empirique de la compagnie aérienne United Airlines, les avantages de la participation des travailleurs dans le cadre des restructurations d'entreprises. [J. N. GORDON, « Employee Stock Ownership in Economic Transitions : the Case of United and the Airline Industry », in M. M. BLAIR & M. J. ROE (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 317-355 (1999)] Voir à ce sujet notre chapitre consacré au droit américain de l'actionariat salarié.

En cette matière, l'analyse de la doctrine américaine dominante fait montre de l'attachement de cette dernière à des stratégies de justification fondées sur le paradigme économique transactionnel en théorie de la firme. L'influence de ce paradigme se retrouve à un double niveau : (1) au niveau de la détermination des bénéficiaires des devoirs fiduciaires à savoir les actionnaires et (2) au niveau des modalités d'appréciation de ces devoirs. Le développement qui suit vise à rendre compte de cette influence. Pour rappel, la problématique des devoirs fiduciaires a déjà été traitée dans la section III du premier chapitre de notre première partie, consacrée à l'utilisation des *Esops* comme instruments de protection contre les prises de contrôle.

- (1) Aux Etats-Unis, le discours juridique dominant désigne les actionnaires comme étant les destinataires privilégiés des devoirs fiduciaires. Pour ce faire, il s'est fortement appuyé sur la théorie économique néo-institutionnaliste, qui confère aux actionnaires une position privilégiée par rapport aux autres parties impliquées dans l'entreprise sous prétexte que ceux-ci constituent le groupe dont la transaction avec la firme est la plus exposée au risque. Selon l'approche néo-institutionnaliste, à l'instar des droits de vote, les devoirs fiduciaires font partie des mesures de gouvernance qui permettent aux porteurs de parts d'être protégés contre les risques d'expropriation des actifs qu'ils ont investis dans l'entreprise. Les devoirs fiduciaires constituent une dimension cruciale du dispositif de gouvernance de la relation firme-actionnaire ; ils sont un instrument permettant de pallier l'incomplétude du réseau de contrats conclus entre la firme et ses actionnaires. '*Fiduciary duties*', incomplétude et gouvernance sont donc intimement liés. Comme le relève J. Macey, « *fiduciary duties are the mechanism invented by the legal system for filling in the unspecified terms of shareholders' contingent contracts.* »⁶³⁰ S'agissant de la question de savoir pourquoi les actionnaires sont les destinataires *exclusifs* des devoirs fiduciaires, la doctrine apporte une réponse qui porte, invariablement, sur la distance fondamentale existant entre les actionnaires et les autres '*stakeholders*'. Ces derniers sont censés disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour négocier individuellement avec l'entreprise les termes d'un contrat qui, *ex ante*, prévoit des garanties suffisantes pour minimiser les risques

⁶³⁰ J. MACEY, « An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate *Fiduciary Duties* », 21 *Stetson Law Review*, 28 (1991). Voir aussi O. HART qui relève : « *it is only possible to make sense of fiduciary duty in a world where the initial contract is incomplete for some reason.* » in « The Adequacy of Stakeholder Contractual Protection : an Economist View of Fiduciary Duty », 43 *University of Toronto Law Journal*, 299 (1993).

d'opportunisme *ex post*. « *Other constituencies besides shareholders face contracting problems, to be sure, but these problems can be solved at far less cost than those confronting shareholders. Thus, fiduciary duties should properly be seen as a method of gap-filling in incomplete contracts. And shareholders place a far greater value on the protection provided by this gap-filling than do the nonshareholder constituencies of a corporation.(...) Nonshareholder constituencies can protect themselves against virtually any kind of managerial opportunism by retaining negative control over the firm's operations. Workers, bondholders, and even local communities can protect their interests by contracting for the right to veto future proposed actions by management. By contrast, the shareholders must retain positive control over the actions of the firm in order to realize the full potential value of their shares.(...) Merely because nonshareholder constituencies decline to contract for the right to veto certain transactions does not mean that they are unable to do so. Rather, the absence of contractual protection for nonshareholder constituencies may simply reflect the fact that such constituencies are unwilling to pay for such protection in the form of lower wages or lower interest rates on debt.* »⁶³¹

- (2) L'influence du modèle économique transparaît également dans la manière dont la doctrine et la jurisprudence appliquent les devoirs fiduciaires. Nous nous concentrerons, ici, sur le devoir de diligence⁶³² Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre de notre première partie, l'examen de la conformité d'une décision managériale au devoir de diligence se combine avec la fameuse « *business judgment rule* »⁶³³, qui vise à circonscrire une sphère permettant aux dirigeants de prendre, en opportunité et pour autant qu'ils soient de bonne foi, les décisions qui s'avèrent nécessaires pour faire prospérer l'entreprise, sans risquer de tomber sous le couperet d'actions intempestives en responsabilité. L'idée, ici est que la '*business judgment rule*' permet de circonscrire un domaine au sein duquel le pouvoir de '*fiat*', c'est-à-

⁶³¹ J. MACEY, *ocit.*(1991).

⁶³² Pour de plus amples développements, voir notamment F. HEASTERBROOK & D. R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 103 (1991) ; E. B. ROCK & M. L. WACHTER, *op.cit.*(2001)

⁶³³ La section 4.01 (a) du 'Corporate Governance Project' de l'American Law Institute définit la règle de la manière suivante : « *a director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills his or her duty if (a) he or she is not interested in the subject of the business judgment, (b) he or she is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believed to be appropriate under the circumstances and (c) he or she rationally believes that the business judgment is in best interests of the corporation.* »

dire le pouvoir hiérarchique du dirigeant, peut s'exercer. Une telle conception des devoirs fiduciaires s'inspire de l'argument williamsonien selon lequel la firme est une structure de gouvernance qui vise à coordonner, par la hiérarchie, les transactions qui ne peuvent être adéquatement coordonnées par le marché parce que ce dernier est trop coûteux. Les devoirs fiduciaires- et plus particulièrement le devoir de diligence- sont alors compris comme des standards permettant de préserver l'efficacité du gouvernement par la hiérarchie en réservant une marge de manœuvre suffisante aux dirigeants. De ce point de vue, la '*business judgment rule*', joue un peu le même rôle que la doctrine '*employment-at-will*' en droit du travail: il s'agit d'une règle de non-intervention. La doctrine '*employment-at-will*' affirme, en effet, que le juge n'est pas compétent pour juger de la légitimité du licenciement (à quelques rares exceptions près). Dans un article récent, E. Rock et M. Wachter défendent une thèse qui va dans ce sens. Ils analysent la firme comme abritant un ensemble de normes non exécutoires en droit ('*Non Legally Enforceable Rules and Standards*' ou NLERS): « *the transactions between the firm and its suppliers, customers, and other parties who work outside of the boundaries of the firm are largely (but by no means entirely) governed by legally enforceable contracts. In contrast, the myriad transactions that take place inside the firm are largely (but not entirely) protected by a fundamentally different governance mechanism, one that is almost entirely not legally enforceable.* »

L'argument de Rock et Wachter consiste à montrer que la *ratio legis* de la '*business judgment rule*' a trait à la nécessité de préserver les NLERS et donc l'autonomie de l'entreprise comme forme particulière de gouvernance. « *The business judgment rule serves to prevent noncontrolling shareholders from complaining to a third party about the business decisions of the central managers. (...) If, as the transaction costs models of the firm suggest, the decision to bring the activity into the firm is the choice to protect relationships by NLERS, then intervention by third parties interferes with this choice. Moreover, the ability to appeal to a third party provides a tool that can be used strategically by noncontrolling shareholders. Finally, the ability to appeal to a third party undermines the self-governing quality of the relationship. Thus, the business judgment rule is about maintaining centralized management, preventing minority opportunism, and preserving NLERS*

governance. »⁶³⁴ Dans cette perspective, le droit a un rôle instrumental: les règles juridiques ne possèdent aucune autonomie propre, elles visent à réaliser des objectifs d'efficience économique. Le droit constitue une forme sociale permettant aux agents de profiter au mieux de la substituabilité entre les firmes et le marché. Là où le commandement supplante le mécanisme des prix (afin d'assurer un niveau satisfaisant d'investissement *ex ante* en actifs spécifiques), le droit doit veiller à ce que l'autorité puisse pleinement s'exercer. Le droit du travail a pour objectif de garantir l'obéissance des salariés à la hiérarchie patronale c'est-à-dire de 'lubrifier' le fonctionnement des structures de gouvernance intégrées⁶³⁵. Une telle représentation véhicule évidemment une conception particulière de la magistrature économique. Certaines transactions se meuvent dans le cadre d'une relation de marché ; les parties s'engagent alors dans le cadre d'un contrat 'complet' et le juge, qui applique la loi, doit assurer le respect de la volonté des parties. D'autres transactions s'opèrent dans le cadre d'une structure de gouvernance (parce que les parties sont dans l'incapacité de prévoir, *ex ante*, les différentes occurrences qui risquent d'affecter leur relation), le juge doit alors s'abstenir d'intervenir et laisser les parties recourir aux NLERS qui gouvernent leur relation. Rock et Wachter soulignent à ce sujet, « *courts have but two roles to play : first, to enforce those contracts that are written, and second, to refuse to intervene when the power to decide has been allocated to a party as a solution to incomplete contracting.* »⁶³⁶

La notion de NLERS proposée par les deux auteurs constitue un avatar de la notion de contrat implicite qui est fréquemment utilisée dans la littérature économique sur la firme et qui est source de confusion pour les juristes. Rappelons que, pour les économistes, le contrat implicite est un accord qui n'est pas légalement exécutoire mais qui détermine les attentes communes des parties à une relation. Même si ces attentes ne sont pas explicitement formulées, elles apportent un complément important aux accords écrits ou explicites et on considère donc que les agents agissent comme s'ils avaient passé un contrat. En droit, la notion de contrat a une signification bien plus précise et plus étroite puisqu'elle renvoie à un accord de volonté effectivement conclu entre deux ou plusieurs parties et dont l'exécution bénéficie du soutien de la sanction légale.

⁶³⁴ E. ROCK & M. WACHTER, *op.cit.*(2001)

⁶³⁵ S. MASTEN, "A Legal Basis for the Firm" in O. WILLIAMSON & S. WINTER eds., *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press, 196 (1991).

⁶³⁶ E. B. ROCK & M. L. WACHTER, *op.cit.*(2001)

Pour les juristes, le contrat implicite est donc problématique, car il n'est accompagné d'aucun système de garantie et de sanctions. Par ce fait, aucune des parties n'acceptera de signer un contrat de ce type, en dépit des avantages mutuels qui y sont attachés (il s'agit en quelque sorte d'une situation de type 'dilemme du prisonnier'). Ce problème n'est pas réel pour les économistes qui font appel à divers éléments, comme la réputation, la loyauté, le respect de la parole donnée, pour justifier l'engagement des parties. En cela, ils abandonnent en quelque sorte le cadre qu'ils s'étaient fixés, à savoir celui de la rationalité individuelle, puisqu'ils doivent justifier la viabilité des contrats implicites à l'aide d'éléments extérieurs.⁶³⁷

L'analyse doctrinale des *fiduciary duties* témoigne donc de l'importance du corpus théorique transactionnel dans l'analyse économique du droit des sociétés. Les devoirs fiduciaires sont compris comme étant des instruments développés par la jurisprudence afin de garantir le statut privilégié des actionnaires dans la gouvernance de l'entreprise. En d'autres termes, le rôle du droit consiste à fournir un cadre normatif (certaines règles étant supplétives, d'autres non) visant à préserver l'autonomie de l'entreprise comme structure de gouvernance et, par là, favoriser le niveau optimal d'investissement des différentes parties prenantes (que ce soit en capital physique, financier ou humain) et donc l'innovation.

⁶³⁷ Voir à ce sujet, E. BROUSSEAU & J-M. GLACHANT, « The Economics of Contracts and the Renewal of Economics. », in E. BROUSSEAU & J-M. GLACHANT (eds.) *The Economics of Contracts : Theories and Applications*, Cambridge University Press, 3-31 (2002)

IV. La conception transactionnelle du rapport salarial

L'importance accordée à la hiérarchie comme fondement de la firme, comparativement aux transactions marchandes, atteste de la pertinence de l'approche de Williamson pour l'étude des rapports salariaux. La hiérarchie est, en effet, une des caractéristiques fondamentales de la relation de travail.

Les développements suivants sont consacrés à l'approche transactionnelle du rapport salarial. Nous examinerons successivement la problématique du marché interne du travail, la question de la place des travailleurs dans la gouvernance de l'entreprise (que nous avons déjà évoquée précédemment) et celle de l'actionnariat salarié. Ces développements permettront de faire apparaître l'ambiguïté fondamentale du modèle de Williamson, aspect dont nous traiterons dans notre section suivante. D'une part, l'auteur tente de faire droit au rôle des différentes parties prenantes de l'entreprise, au premier rang desquelles les travailleurs, en repérant, pour chacune d'entre elles, la structure de gouvernance la plus appropriée à sa relation avec l'entreprise (dans certains cas, il est efficient de mettre en place un dispositif visant à protéger les travailleurs). En cela, il souligne implicitement la nécessité d'ouvrir la *corporate governance* à des conditions coopératives plus larges que celles préconisées par l'analyse contractualiste classique (en termes d'agence et de droits de propriété) qui demeure fondée sur une séparation stricte entre la sphère de la *corporate governance* de la sphère de la *labor governance*.⁶³⁸ D'autre part, en posant le conseil d'administration comme seul responsable de la bonne gestion de l'entreprise et en justifiant sa soumission au contrôle des seuls actionnaires, il se rabat sur le modèle contractualiste traditionnel fondé sur une conception actionnariale ('*shareholding*') de la gouvernance.

⁶³⁸ Voir à ce sujet, le chapitre 6 de notre deuxième partie.

4-1. Le marché interne du travail

La notion de 'marché interne' trouve sa source dans la littérature sur les relations industrielles et l'économie du travail des années 50 et du début des années 60⁶³⁹, mais elle a surtout été développée par P. Doeringer et M. Piore dans les années 70⁶⁴⁰. Selon ces derniers, une firme constitue un marché interne du travail lorsque l'affectation du travail et sa rémunération obéissent à des règles non marchandes (c'est-à-dire qui ne sont pas fondées sur le mécanisme concurrentiel des prix) ou administratives. Ces règles ont pour propriétés essentielles (i) d'assurer une certaine stabilité de l'emploi et (ii) d'offrir aux travailleurs des perspectives de carrière. La fonction de ce marché interne est de fournir une certaine protection aux travailleurs, afin de les inciter à adopter des comportements coopératifs.

Le contrat de travail à durée indéterminée signe l'insertion des salariés dans un marché interne. Par opposition, le marché externe est régulé au plus près des lois régulant l'offre et la demande de travail.

La distinction, devenue classique, entre le marché interne et le marché externe a été forgée au départ d'un constat empirique selon lequel les divers marchés nationaux peuvent, grossièrement, être découpés en deux secteurs :

- Un secteur primaire où les salaires sont élevés, la stabilité de l'emploi est forte et les perspectives de carrière sont importantes. Ce secteur est surtout formé de firmes ayant constitué des marchés internes: les salaires augmentent avec l'ancienneté, la baisse de performance de l'entreprise se traduit par des réductions d'emploi et non par des réductions de salaires, les promotions internes sont fonction de certains critères d'ancienneté, les réductions d'emploi affectent prioritairement les jeunes travailleurs, etc. La promotion des individus, leur carrière et le niveau élevé de leur rémunération sont déterminés en grande partie par leur évolution au sein de ce marché.
- Un secteur secondaire qui possède des caractéristiques opposées : les salaires y sont faibles, la rotation est importante et les salariés ne bénéficient généralement pas de perspective de carrière au sein de l'entreprise, celle-ci n'ayant pas organisé de marché interne.

⁶³⁹ Dans ce domaine, les travaux les plus marquants sont ceux de Dunlop (1957-58), Kerr (1954), Livernash (1957), Meij (1963), Raimon (1953) et Ross (1958).

⁶⁴⁰ P. DOERINGER & M. PIORE, *Internal Labor Markets and Manpower Analysis*, Boston : D. C. Heath and Company (1971).

De nombreux travaux se sont intéressés à ce phénomène en proposant des justifications diverses et complexes qu'il n'y a pas lieu d'explorer ici. Pour la théorie néo-classique orthodoxe, les écarts entre les différents segments du marché de l'emploi sont imputables aux caractéristiques de l'offre et de la demande ainsi qu'aux degrés variés de pénibilité des tâches.

Williamson, quant à lui, assimile la volonté de stabilisation propre aux firmes qui créent des marchés internes, à une recherche d'incitations à investir dans le capital humain spécifique. Alors que l'employeur effectue des investissements en termes d'équipement, de formation, d'organisation du travail en équipe etc..., le travailleur investit des actifs (son capital humain) qui sont idiosyncrasiques et qui donc sont coûteux à redéployer. Vu la propension à l'opportunisme des acteurs, des garanties appropriées vont devoir être instaurées pour éviter que les parties ne tirent stratégiquement profit de l'asymétrie d'information existant entre elles. L'information n'est, en effet, pas accessible symétriquement aux différents acteurs. L'employeur dispose d'un accès privilégié aux informations concernant les conditions du marché, les technologies disponibles, les besoins en recherche et développement, etc. Le travailleur, quant à lui, possède des informations privilégiées quant à son savoir-faire personnel, au niveau d'effort qu'il est susceptible de soutenir, aux salaires qu'il pourrait obtenir auprès d'une entreprise concurrente, etc.

L'instauration d'un marché interne du travail est une solution qui, pour Williamson, permet de promouvoir la coopération des salariés en minimisant l'impact de l'opportunisme, tout en offrant les moyens d'une adaptation rapide face aux transformations de l'environnement. Alors qu'il peut être de l'intérêt de chaque travailleur, pris individuellement, d'acquiescer et d'exploiter une position monopolistique vis-à-vis de l'employeur, ce type de comportement va à l'encontre de l'intérêt collectif des différentes parties prenantes (dans la mesure où il a un impact négatif sur la rente organisationnelle). Les comportements opportunistes consomment des ressources en capital humain, ils rendent la coopération problématique et ils mettent en péril la capacité de l'entreprise à s'adapter à son environnement. Les relations de travail au sein de l'entreprise doivent donc être structurées autour de normes de gouvernance qui visent à minimiser les coûts de transaction, tout en incitant les travailleurs à coopérer et à

fournir le niveau optimal en capital humain. Dans la lignée de Williamson, Rock et Wachter⁶⁴¹ définissent les normes du marché interne comme des normes ‘auto-exécutoires’ (*‘self-enforcing’*) gouvernant les relations entre la firme et les travailleurs. Leur propriété auto-exécutoire découle du simple fait qu’aucune des parties n’a intérêt à les violer, car elles servent à prévenir toute une série de comportements opportunistes qui, s’ils se réalisent, vont porter atteinte aux gains générés par l’effort collectif.

Ce raisonnement permet, par exemple, d’expliquer pourquoi il existe une norme (issue du marché interne) qui veut qu’un travailleur ‘tire au flanc’ soit licencié plutôt que sanctionné par une réduction de salaire. L’employeur qui peut unilatéralement diminuer les salaires sera tenté d’exagérer l’importance des comportements opportunistes, afin de diminuer ses coûts fixes. Par contre, à partir du moment où il existe une norme qui oblige au licenciement des travailleurs non-coopératifs, l’employeur ne sera pas enclin à adopter un comportement opportuniste, car il ne veut pas courir le risque de se défaire de travailleurs productifs. Le même argument s’applique, par analogie, au constat (en terme de régularité empirique) selon lequel une entreprise qui fait face à une mauvaise conjoncture économique tend à licencier plutôt qu’à diminuer les rémunérations des travailleurs en place.

4-2. La relation individuelle de travail

Comme gouvernement de contrats, l’entreprise gère des relations avec des tiers, des fournisseurs, des clients, des banquiers, etc. Mais elle gère aussi des contrats de travail instituant le salariat. De ce point de vue, un choix s’offre à l’entreprise entre ‘l’intégration’ (organiser la main-d’œuvre salariée au sein de l’entreprise) ou la contractualisation marchande (acheter des heures de main-d’œuvre sur le marché). L’alternative ‘marché versus organisation’ s’applique donc également à l’analyse de la relation individuelle de travail

A l’instar des autres transactions, la forme contractuelle optimale (c’est-à-dire celle qui, selon la logique de minimisation des coûts, est la moins coûteuse) que doit revêtir la

⁶⁴¹ E. B. ROCK & M. L. WACHTER, « The Enforceability of Norms and the Employment Relationship », 144 *U. Pa. L. Rev.*, 1913 (1996).

relation individuelle de travail est fonction des trois facteurs constitutifs du socle sur lequel repose la théorie des coûts de transaction : la spécificité des actifs (i), l'opportunisme (ii) et la rationalité limitée (ii).

- (i) Les travailleurs possèdent des compétences spécifiques ; cette spécificité correspond aux qualifications acquises dans l'organisation qui ne sont pas aisément redéployables sur le marché. Les attributs des transactions impliquant des actifs humains à l'intérieur de l'organisation influencent la manière dont le commandement est structuré. Plus la spécificité des actifs humains nécessaires à une transaction récurrente augmente, plus l'incertitude comportementale augmente et plus il faudra une intervention du pouvoir hiérarchique.
- (ii) L'hypothèse d'opportunisme revêt également de l'importance : à partir du moment, où les travailleurs spécialisés ne sont pas intégrés dans l'entreprise, ils sont en position de force par rapport à l'employeur lors de la renégociation de leur contrat puisqu'ils peuvent lui extorquer une quasi-rente (c'est-à-dire exiger une fraction importante des gains de productivité). « *While large-numbers bidding conditions obtain at the outset, before jobs are first assigned and the work begun, the idiosyncrasic nature of the work experience effectively destroy parity at the contract renewal interval. Incumbents who enjoy nontrivial advantages over similarly qualified but inexperienced bidders are well-situated to demand some fraction of the cost savings which their idiosyncratic experience have generated.* »⁶⁴²
- (iii) Par ailleurs, vu la rationalité limitée qui les affecte, les parties sont dans l'impossibilité de prévoir un contrat qui prendrait en compte les différentes occurrences risquant de se produire.

Quelques exemples permettent de mieux comprendre ce raisonnement⁶⁴³.

→ Le travail journalier dans l'agriculture ou le bâtiment donne lieu à une contractualisation 'classique'. Chaque matin les travailleurs se rendent sur les lieux de travail et obtiennent un ouvrage d'une durée quotidienne en fonction des chantiers. L'idée, ici, est que, puisque les spécialités des travailleurs sont faibles

⁶⁴² O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 68 (1975).

⁶⁴³ Les exemples sont tirés de P.-Y. GOMEZ, *op.cit.*, 91 et s (1996).

(en terme, rappelons-le, de spécialisation acquise dans l'organisation elle-même) et que la transaction est occasionnelle, le marché permet d'assurer la meilleure contractualisation. L'offre de travail est suffisamment vaste pour que l'entreprise puisse trouver sur le marché les travailleurs les plus appropriés et il serait peu efficace de payer des coûts liés à la hiérarchie. La concurrence de marché exerce la discipline car l'éventualité d'une non-reconduction de l'accord suffit à inciter les travailleurs à maximiser leurs efforts.

- Le contrat de consultance concerne des travailleurs qui possèdent un savoir spécialisé mais dont l'utilisation est peu fréquente. La forme de contractualisation la plus appropriée est de type trilatéral : le contrat définit le contenu de la mission et, en cas de conflit, le recours à une procédure d'arbitrage ou à une procédure juridictionnelle est prévu (par exemple, si des clauses de non-concurrence sont violées). L'utilisation du savoir-faire et de la qualification particulière du consultant est suffisamment ponctuelle pour qu'il n'y ait pas de nécessité d'intégration dans l'entreprise. Le consultant reste donc habituellement indépendant et gère son intervention comme il l'entend dans le cadre de la mission définie dans le contrat.
- Le travail à façon est un exemple de transaction récurrente mais dans laquelle l'actif est moyennement spécifique. Le cas paradigmatique est celui de l'industrie textile aux 18^e et 19^e siècles : des petits ateliers indépendants travaillaient de manière permanente pour des filatures qui leur procuraient des matières premières et les rémunéraient à la pièce, sans en faire des salariés⁶⁴⁴. La contractualisation, ici, est bilatérale : l'entreprise est un donneur d'ordre exclusif qui détermine le travail à effectuer et exerce une réelle influence sur la production. Mais, les travailleurs restent juridiquement indépendants. Ils sont un peu comme des entreprises qui n'auraient qu'un seul client.
- Enfin, lorsque la spécificité des actifs est très importante et l'utilisation de la force de travail très récurrente, la solution efficiente est l'intégration du travailleur dans l'entreprise. La contractualisation est de type évolutif et c'est la hiérarchie interne qui est chargée de mettre en œuvre le contrat de travail en fonction de l'évolution de l'environnement. L'obéissance à l'employeur est considérée comme efficiente, car elle diminue les risques d'opportunisme et donc permet un niveau optimal

⁶⁴⁴ voit notamment, A. CHANDLER, *The Visible Hand : the Managerial Revolution in American Business*, Harvard (1977).

d'investissement en actifs spécifiques de la part des travailleurs et de l'entreprise.

En insistant sur le couplage entre spécificité des actifs, opportunisme et rationalité limitée, l'analyse proposée par Williamson fait montre d'innovation par rapport à la lecture économique antérieure (H. Simon⁶⁴⁵, mis à part) qui mettait l'hypothèse de 'différentiel d'aversion au risque' au cœur de l'analyse du rapport salarial. La relation d'emploi williamsonienne est une forme incomplète de contractualisation qui fait naître un rapport d'autorité tout en préservant l'autonomie et la flexibilité du travailleur. Ce dernier est supposé avoir accepté, contractuellement, l'autorité hiérarchique qui lui assigne ses tâches. La seule condition est que le comportement exigé et les ordres fournis par l'organisation restent à l'intérieur d'une zone d'acceptabilité (définie explicitement et implicitement par les termes du contrat).

Trois remarques peuvent être formulées à l'encontre de cette conception.

- (i) Williamson semble présupposer que les risques d'opportunisme viennent avant tout des travailleurs qui sont en position de force par rapport à l'employeur. Or, le monopole créé par la spécificité des compétences est bilatéral. L'employeur, lui aussi, est susceptible d'adopter une stratégie opportuniste. Par définition, en effet, les travailleurs ne peuvent valoriser leurs compétences spécifiques sur le marché, puisque ces dernières perdent de leur valeur en dehors de l'entreprise.
- (ii) Williamson souligne qu'une fois qu'un accord relatif à la relation d'autorité a été conclu, les décisions stratégiques qui affectent toute la configuration organisationnelle de l'entreprise seront laissées à la discrétion de l'employeur. En cela, l'intégration verticale est un mécanisme alternatif au marché car elle permet d'éviter les coûts générés par la contractualisation marchande. Pourtant, à moins d'être léonin, le contrat relatif à la limite de l'autorité ne peut, quant à lui, être soumis au même régime. La contractualisation portant sur la 'zone d'acceptabilité' de la relation d'autorité nécessite d'être inscrite dans une forme de gouvernance relativement proche du marché. Or, sachant que, pour Williamson, les contrats classiques (c'est-à-dire les transactions de marché) sont supposés être plus complets

⁶⁴⁵ H. SIMON, « A Formal Theory of the Employment Relationship », 19 *Econometrica*, 293-305 (1951).

que les contrats de subordination, il faut conclure que l'accord portant sur la zone d'acceptabilité est plus complet que l'accord portant sur l'échange de la force de travail proprement dit.

(iii) En s'orientant de plus en plus, au fil de ses travaux, vers une représentation contractuelle de l'entreprise (dans notre dernière section, nous développerons cet aspect), Williamson devient moins clair quant à la question de savoir quelle est la nature spécifique du contrat de travail par rapport aux autres contrats. L'approche transactionnelle fait certes droit à la relation d'autorité, celle-ci permettant de spécifier le rôle de l'entreprise qui, sans elle, serait un ensemble de contrats marchands, pour certains implicites, presque inextricables et d'une complexité pratiquement dissuasive. Mais, la description transactionnelle de l'entreprise bloque sur l'analyse de la nature des modes d'accord qui s'y font jour : ceux-ci sont observés du point de vue de la rationalité individuelle et sont soumis à une logique de réduction des coûts. Autrement dit, l'internalisation au sein de l'entreprise a lieu pour perdre le minimum de valeur par rapport à ce qui serait réalisable dans une visée d'optimum de premier rang. Dans cette logique, l'entreprise s'apparente à un faisceau de 'contrats' dont certains sont plus efficaces que d'autres pour valoriser les investissements en ressources spécifiques.

4-3. L'actionnariat salarié

Nous avons vu que, selon la théorie contractualiste⁶⁴⁶, l'octroi aux travailleurs d'actions de leur entreprise tend à s'appliquer dans deux cas de figure :

→ Là où la surveillance et le contrôle des activités des travailleurs sont particulièrement coûteux, notamment parce que celles-ci sont difficilement observables et évaluables ; sont visés, ici, les environnements caractérisés par un degré élevé de complexité des tâches et d'interdépendance entre les travailleurs, le

⁶⁴⁶ A. ALCHIAN & H. DEMSETZ, « Production, Information Costs and Economic Organization », *American Economic Review* 62 :777 (1972); RUSSELL, R., « Employee Ownership and Internal Governance », 6 *Journal of Economic Behaviour and Governance*, 217 (1985).

contrôle hiérarchique n'étant pas suffisant, car trop coûteux, pour assurer la coordination des activités⁶⁴⁷.

- Là où les travailleurs possèdent des qualités, des atouts ou des connaissances facilement transférables ; dans toute la mesure où ces travailleurs peuvent aisément redéployer, d'une firme à l'autre, leur investissement en capital humain, ils sont dans une position de force vis-à-vis de l'entreprise.

L'instauration d'un mécanisme d'implication patrimoniale sous la forme d'une participation au capital, contribue alors à aligner les intérêts des travailleurs avec ceux des actionnaires (en tant que créanciers résiduels) ainsi qu'à fidéliser la main-d'œuvre. L'actionnariat salarié est un instrument parmi d'autres qui favorise la coopération entre les différentes parties prenantes ; elle facilite la coordination des tâches et des objectifs ainsi que la transmission des informations. Vu la rationalité limitée, les décideurs sont dans l'impossibilité de maîtriser la totalité du flux d'informations et d'exercer un contrôle effectif sur les opérations quotidiennes de l'entreprise, particulièrement lorsque les tâches effectuées par les travailleurs sont variées et complexes. L'actionnariat salarié, parce qu'il entraîne un transfert partiel des risques (les travailleurs deviennent des créanciers résiduels), favorise une certaine décentralisation du contrôle et donc tend à réduire les coûts d'agence.

Comme nous l'avons relevé, la théorie des coûts de transaction n'a fourni aucune analyse systématique de l'actionnariat salarié. Au départ du traitement qui a été réservé à la question de la gouvernance de l'entreprise et plus spécifiquement à celle du rapport salarial, il est toutefois possible de reconstruire une lecture transactionnelle de ce mécanisme et de ses conséquences en terme d'aménagement des dispositifs de gouvernance. Cette reconstruction permet de mettre en lumière le caractère foncièrement 'contractuel' du mécanisme de l'actionnariat salarié. En cela, elle n'est pas fondamentalement différente de la conception qui découle du modèle contractualiste standard.

L'apport de la théorie des coûts de transactions concerne la question de la spécificité des actifs : comme nous l'avons vu, la nécessité d'élaborer un dispositif de gouvernance

⁶⁴⁷ Pour plus de développements, voir A. BEN-NER, W. A. BURNS, G. DOW & L. PUTTERMAN, « Employee Ownership : an Empirical Exploration », in M. BLAIR & T. A. KOCHAN (eds), *The New Relationship : Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 194 (2000).

d'une relation est, entre autres choses, fonction du degré d'idiosyncrasie des actifs impliqués dans la transaction. Le recours au mécanisme de l'actionnariat salarié (en tant qu'élément du dispositif de gouvernance de la relation salariale) peut alors s'expliquer au moyen du même argument: l'actionnariat salarié est efficient là où il s'agit de retenir les travailleurs dont les investissements (en capital humain) sont les plus spécifiques. En effet, plus le facteur 'spécificité des actifs' augmente, plus la relation sera en demande de dispositifs visant à minimiser les risques d'opportunisme, ce dernier ayant des conséquences d'autant plus importantes que les parties sont dans un lien de forte interdépendance. Dans le cas contraire, c'est-à-dire là où les actifs possèdent un caractère plus général, les parties peuvent plus aisément redéployer leurs investissements sans risquer une perte trop importante dans le cas où la relation est anéantie. La mise en place d'une formule de participation au capital fournit à l'employeur des gains à un double niveau : d'une part, elle favorise le partage et la transmission d'informations et, d'autre part, elle minimise les risques d'appropriation opportuniste des quasi-rentes par les travailleurs. A l'inverse, elle comporte certains désavantages dans les situations où les travailleurs sont très peu tolérants au risque ainsi que là où ceux-ci ont des difficultés pour diversifier leurs investissements (par exemple, lorsqu'ils disposent de peu de liquidités). S'appuyant sur les travaux de Williamson, M. Blair souligne: « *compensating employees with equity stakes in corporations might foster and protect investments in firm-specific human capital. Equity ownership by employee serves as a kind of hostage, helping to make the firm's promise to share in the rents credible. It also gives employees some control rights (by virtue of their equity holdings rather than by virtue of their status as employees), while at the same time helping to align their interests with those of outside equity holders.* »⁶⁴⁸ Blair reprend à Williamson la métaphore de l'otage⁶⁴⁹. Un 'otage' est un 'objet' de valeur mis en gage par une partie à une transaction et qui sera cédée à l'autre partie, dans le cas où la première n'exécute pas l'obligation contractuelle qu'elle a souscrite. La théorie du salaire d'efficience s'explique, par exemple, grâce à un argument inspiré du modèle des otages : au début de sa carrière, un travailleur tend à accepter un salaire inférieur à son coût d'opportunité et ceci équivaut à une caution par laquelle le travailleur s'engage à rester dans l'entreprise, cette dernière proposant au travailleur un salaire plus élevé en fin de carrière. L'existence d'un otage crédibilise une relation dans la mesure où elle

⁶⁴⁸ M. BLAIR, « Firm-specific Human Capital and Theories of the Firm », in M. M. BLAIR & M. J. ROE (eds.) *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institutions Press, Washington D.C., 78 (1999).

⁶⁴⁹ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 207 (1994).

rend son anéantissement plus coûteux. L'introduction d'une rémunération incitative peut être vue sous cet angle ; elle constitue alors un des éléments de la structure spécialisée de gouvernance de la relation de travail ayant pour objectif et pour effet de promouvoir et de préserver la continuité de la relation salariale. Autrement dit, à l'instar des garanties de tout genre, la participation est un dispositif permettant de créer des engagements crédibles entre les parties prenantes au contrat de travail.

D'un point de vue prédictif, les conséquences de cette conception transactionnelle de l'actionnariat salarié sont doubles : l'actionnariat salarié va tendre à se retrouver d'une part (i), dans les transactions caractérisées par une forte spécificité des actifs et, d'autre part, (ii), dans les situations d'adversité économique.

- (i) L'application de la logique transactionnelle suggère que la présence de formules de participation au capital dans une entreprise est fonction, du moins partiellement, du degré de spécificité du capital humain des travailleurs. Considérons des travailleurs qui réalisent des investissements très spécifiques à la firme parce que, par exemple, ils ont entrepris une formation d'entreprise. Porteurs de compétences essentielles, ces travailleurs peuvent profiter du mécanisme de défection propre au marché pour aller monnayer leur capital humain ailleurs. Sachant cela, l'entreprise va soit réduire au minimum les formations qu'elle dispense, soit elle va tenter d'élaborer des dispositifs pour retenir et fidéliser les travailleurs porteurs de ces actifs spécifiques⁶⁵⁰. Elle aura notamment recours à des mécanismes de partage du risque et d'implication patrimoniale. Les firmes qui éprouvent le besoin de fidéliser leur personnel le plus qualifié (souvent les cadres) auront ainsi une propension plus grande à adopter des plans d'incitation à l'achat d'actions et autres formules de participation financière. Le partage du risque y est une composante des ajustements de l'emploi et des salaires. Cette polarisation autour du facteur 'actif spécifique', accréditée par diverses études⁶⁵¹ demeure toutefois controversée. Dans ses fameux travaux sur les différentes structures de propriété des firmes, Henry Hansmann soutient que le facteur décisif dans la réussite d'un plan

⁶⁵⁰ Rappelons qu'une des particularités du capital humain est son inséparabilité de celui qui le porte.

⁶⁵¹ En France, une étude réalisée par R. BOYER, J.-L. BEFFA & J.-P. TOUFFUT montre que les formules d'implication patrimoniale, comme les plans de stock-options, apparaissent souvent dans les secteurs innovants comme les services, la pub, la haute technologie [« Les relations salariales en France : Etat, entreprises, marchés financiers », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n° 107 (juin 1999)].

d'actionnariat salarié réside, non dans le caractère plus ou moins spécifique des actifs mais dans l'homogénéité (ou à l'inverse l'hétérogénéité) des intérêts des travailleurs concernés. Selon l'auteur, la participation des travailleurs au capital tend à se retrouver là où les divergences d'intérêts entre les différentes catégories de travailleurs ne sont potentiellement pas trop importantes (les cabinets d'avocats, les compagnies aériennes), c'est-à-dire là où les coûts liés à la prise de décision collective sont moindres. « *Employee ownership is most viable where either no important conflicts of interest exist among the employee-owners, or some simple and uncontroversial means is available to resolve the conflicts that are present.* »⁶⁵² En effet, l'acquisition, par les travailleurs, de tout ou partie des actions de leur entreprise entraîne des coûts de coordination (plus largement, des coûts de transaction) d'autant plus grands que la population salariale est fortement hétérogène. Ces coûts sont liés aux divers problèmes techniques résultant de la coordination et de la conciliation des intérêts. Une société comme United Airlines, par exemple, comporte un groupe professionnel dominant et homogène, les pilotes, ce qui a rendu plus aisé la négociation et le fonctionnement du plan de participation qui a été instauré en 1994 dans la compagnie⁶⁵³. Cela dit, la position d'Hansmann ne diffère pas fondamentalement de celle de Williamson en ce que, toutes deux, elles réduisent l'actionnariat salarié à un dispositif de réduction des coûts de transaction. On notera toutefois qu'indépendamment de la critique de Hansmann, l'argument de Williamson – c'est-à-dire la valorisation du concept d'actif spécifique comme facteur-pivot pour expliquer la participation au capital – peut se retourner contre lui-même : la possession, par des travailleurs, d'un degré élevé d'actifs spécifiques aggrave le problème de la diversification. Les travailleurs porteurs d'actifs hautement spécifiques n'ont pas intérêt à accepter une implication patrimoniale dans l'entreprise, car celle-ci aboutirait à une diversification trop faible de leurs investissements (tant en capital financier qu'en capital humain). Il n'est pas certain que les coûts générés par cette absence de diversification seront compensés par les gains liés à la participation aux bénéfices résiduels (dans la mesure où cette dernière permet aux travailleurs de protéger leurs droits à

⁶⁵² H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 97 (1996).

⁶⁵³ La question se pose toutefois de savoir si ce n'est tout simplement pas la position dominante d'un groupe de travailleurs qui rend possible l'externalisation, par ce dernier, des coûts liés à la participation (principalement les réductions de salaires) au détriment des groupes minoritaires. Il ne s'agirait alors pas tant d'une question d'homogénéité des positions que d'une question de pouvoir et de rapport de force.

percevoir une quote-part de la quasi-rente organisationnelle).

- (ii) « *La participation du personnel au conseil d'administration peut être particulièrement importante pendant les périodes d'adversité véritable ou prétendue, particulièrement lorsque les firmes demandent aux travailleurs des contreparties.* »⁶⁵⁴ Cette réflexion de Williamson vise la participation des travailleurs au conseil d'administration mais le raisonnement est transposable à la participation au capital. La participation peut atténuer le scepticisme des travailleurs en promouvant l'échange d'informations crédibles. La mise en place d'un plan *Esop* (*'Employee Stock Ownership Plan'*) dans la compagnie UAL en 1994 en est un exemple⁶⁵⁵. Il s'agit, ici, d'une situation où des travailleurs ont fait des investissements moyennement ou fortement spécifiques et où sont reconnus, dans le cas où surviennent des circonstances exceptionnelles, la nécessité et les avantages à mettre en place un dispositif pour gouverner leur relation avec l'entreprise, afin de protéger leur investissement en capital humain. Selon ce raisonnement, les périodes d'adversité économique sont caractérisées par le fait qu'elles rendent nécessaire l'adaptation des contrats de travail aux nouvelles circonstances, c'est-à-dire qu'elle constituent une cause légitime de modification des contrats explicites et implicites que les travailleurs ont conclus avec l'entreprise. Ces périodes se caractérisent également par le fait que la modification des accords se fait au détriment de la partie la moins informée du couple contractuel, à savoir les travailleurs, ces derniers ne possédant pas toutes les informations sur la situation économique et financière de l'entreprise. Cette asymétrie (susceptible d'entraîner une détérioration des relations) pourra toutefois être évitée en communiquant plus d'informations au personnel. L'actionnariat salarié constitue alors un dispositif de gouvernance visant à réduire les asymétries d'informations et donc minimiser les coûts liés à l'adaptation de la transaction aux nouvelles circonstances. Ce raisonnement, en terme de réduction des coûts de transaction, a été repris et développé par J. Gordon dans l'étude qu'il a faite du redressement de la compagnie UAL. Il montre en quoi et pourquoi l'octroi aux travailleurs d'une participation au capital possède des avantages décisifs pour les entreprises qui doivent se

⁶⁵⁴ O. WILLIAMSON, *op.cit.*, 320 (1994).

⁶⁵⁵ Pour une description de la transaction UAL, nous renvoyons le lecteur au point 3-3 du premier chapitre de notre première partie, consacré à l'utilisation des *Esops* comme instruments permettant le sauvetage d'entreprises en difficulté.

restructurer: « *this is not only because the value of financial participation is likely to be greatest in such circumstances due to better incentive alignment but also because equity has special value in solving some of the bargaining problems that can stymie renegotiation of the employees contract with the firm. Similarly, some of the disadvantages of employee ownership are at their lowest, for example accepting equity in place of fixed wages claims in a distressed firm may reduce employees risk by enhancing the firm viability.* »⁶⁵⁶ Faut-il pour autant en déduire que, là où les investissements spécifiques des travailleurs sont particulièrement exposés au risque (c'est-à-dire là où les travailleurs risquent de subir une violation du contrat implicite qu'ils ont conclu avec l'entreprise), la position dominante des actionnaires (en terme de contrôle résiduel) doit être remise en question? En effet, comme l'a très bien montré M. Blair, le raisonnement transactionnel (selon lequel l'internalisation au sein des firmes est justifié par les risques d'expropriation des ressources spécifiques), ne permet pas de voir en quoi et pourquoi l'investissement des actionnaires est plus sujet à expropriation que celui des travailleurs. Après tout, les travailleurs investissent des ressources spécifiques dans l'entreprise qui, vu l'incertitude fondamentale qui caractérise les transactions, présentent le risque d'être la cause de pertes du fait de leur faible fongibilité en cas d'interruption ou de rupture de la relation. Contrairement à ce qu'il préconise en ce qui concerne les actionnaires, Williamson se refuse toutefois à tirer des conclusions explicites en terme d'octroi aux travailleurs de droits résiduels de contrôle. Selon lui, le contrat de travail (c'est-à-dire tant le contrat explicite que les engagements implicites qui l'accompagnent) a une beaucoup plus grande propension à être auto-exécutoire que le contrat d'actionnaire : les travailleurs sont supposés faire des investissements de manière continue alors que les actionnaires font un investissement initial qui reste bloqué dans l'entreprise⁶⁵⁷. Les travailleurs peuvent plus facilement se protéger contre une expropriation puisqu'ils peuvent menacer de quitter l'entreprise pour redéployer leurs actifs chez un concurrent.

⁶⁵⁶ J. N. GORDON, « Employee Stock Ownership in Economic Transitions: United Airline », in *Corporate Governance Today*, The Sloan Project on Corporate Governance, Columbia Law School, 447 (May 1998).

⁶⁵⁷ Notons que l'argument de Williamson est un peu simpliste car, chaque fois qu'une entreprise décide de retenir ses bénéfices au lieu de les distribuer, les actionnaires font un investissement supplémentaire sous la forme d'une non-perception de dividende.

Les actionnaires, par contre, ne possèdent pas cette faculté (du moins là où il n'existe pas de marché liquide des titres). Vu le caractère non auto-exécutoire de leur contrat, ils doivent être protégés par d'autres moyens et principalement par l'octroi de droits formels de contrôle.

En résumé, appliquée à l'actionnariat salarié, la théorie des coûts de transaction fait donc apparaître une tension entre, d'une part, une volonté de faire droit au rôle des travailleurs à raison de leur investissement spécifique dans l'entreprise (éventuellement, en les incluant dans les organes de gouvernance) et, d'autre part, une référence marquée à un modèle de gouvernance tourné vers la maximisation des intérêts des seuls actionnaires.

V. Conclusion : l'économie des coûts de transaction : un avatar de la théorie contractualiste ?

L'économie des coûts de transaction introduit un double amendement aux hypothèses néo-classiques : la rationalité limitée des agents et l'importance des structures de gouvernance pour contourner les limites du marché. '*Organisations matter*', telle pourrait être la devise de Williamson dont l'apport fondamental est que les notions de marché et de prix ne se suffisent pas à elles-mêmes pour rendre compte du fonctionnement des échanges économiques.

S'agissant de l'entreprise et de sa gouvernance, cette approche est à la fois un prolongement, une synthèse et un dépassement de la théorie contractualiste en termes d'agence et de droits de propriété. L'économie des coûts de transaction offre des éléments de réflexion sur la firme comme organisation, notamment par l'accent qui y est mis sur l'opposition entre firmes et marchés du point de vue des processus de décision, au premier rang desquels on trouve le contrat de travail et le pouvoir de '*fiat*' qui le caractérise. L'existence de la firme s'explique par les défaillances du marché dérivant des imperfections et des asymétries d'information, elles-mêmes fondées sur l'existence d'une incomplétude contractuelle.

En ce qui concerne la *corporate governance* et l'actionnariat salarié, l'apport le plus important de Williamson a trait à la question de l'incitation : celui-ci propose une analyse de l'entreprise qui se focalise sur les problèmes d'incitation, au départ d'un raisonnement fondé sur les coûts de transaction qu'entraînent la spécificité des actifs, l'opportunisme et la rationalité limitée⁶⁵⁸. Plus la spécificité des actifs est forte, plus les gains de l'intégration (provenant essentiellement de la capacité d'adaptation aux circonstances permise par l'internalisation au sein d'une organisation) deviennent prépondérants. En cela, l'approche se distingue d'autres explications mobilisant les incitations, notamment celle de Grossman et Hart qui prend en compte les distorsions dans l'investissement induites par l'intégration, mais sans mettre l'accent sur la spécificité des actifs et son impact sur l'aménagement des formes de gouvernance. Chez Williamson, « *l'opposition entre firme et marché concerne la capacité à implémenter un programme de décision séquentiel adaptatif* »⁶⁵⁹, dans un contexte d'incertitude radicale et d'incomplétude des contrats. Dans ce modèle, l'entreprise apparaît comme un dispositif de coordination dont une des vertus premières est de mettre en œuvre des mécanismes auto-exécutoires (*'self-enforcing mechanisms'*) basés sur les trois types d'instruments que sont les incitations, le contrôle et l'arbitrage. L'implication patrimoniale des travailleurs s'analyse comme un exemple, parmi d'autres, de mécanisme d'incitation. A l'instar des plans d'options sur actions qui sont utilisés pour contrôler les dirigeants, les mécanismes d'actionnariat salarié constituent un moyen de contrôle visant à minimiser les coûts de coordination entre les actionnaires et les travailleurs. Ils tendent également à réduire les asymétries d'information dans la mesure où ils ont une propension à réduire les risques liés à l'incertitude résultant des comportements stratégiques, celle-ci étant particulièrement problématique quand elle se combine à la spécificité des actifs.

Dans sa version canonique, l'économie des coûts de transaction conforte le modèle actionnarial (modèle de type 'shareholder') en ce qu'elle considère comme efficient le dispositif où les actionnaires disposent de l'essentiel des pouvoirs. Le pouvoir formel est assimilé à une structure de gouvernance et l'autorité légale – c'est-à-dire le contrôle du conseil d'administration – est accordée à la partie dont la transaction avec

⁶⁵⁸ Voir à ce sujet O. WILLIAMSON (1985), *op.cit*, chap 6.

⁶⁵⁹ O. WILLIAMSON, *op.cit*, note 8 (1991).

l'entreprise est considérée comme la plus fragile, c'est-à-dire les actionnaires. En cela, les conséquences du modèle transactionnel ne diffèrent pas fondamentalement de celles découlant du noyau dur de la théorie traditionnelle des contrats. Comme l'a montré Antoine Rébérioux : « *cette approche de la firme (celle de Williamson) tend à se confondre avec la théorie des incitations, qui s'intéresse à l'optimalité des designs contractuels lorsque l'information est inégalement répartie entre les agents.* »⁶⁶⁰

Ceci nous amène à pointer les faiblesses de l'approche williamsonienne. Ces faiblesses interviennent à un double niveau que nous examinerons successivement. (1) D'une part, elles ont trait à la manière dont Williamson conçoit les solutions optimales en matière de *corporate governance* et d'actionnariat salarié. (2) D'autre part, elles concernent la conception de l'efficience implicitement mobilisée par l'économie des coûts de transaction. En dépit de son ancrage dans un modèle de rationalité limitée, la théorie de Williamson demeure axée sur l'idée selon laquelle les solutions optimales se réduisent à l'application d'un calcul formel d'optimisation (il s'agit d'un modèle d'anticipations rationnelles⁶⁶¹). En cela, l'auteur ne se démarque pas véritablement de l'approche contractualiste classique en termes d'agence et de droits de propriété alors que son projet de départ visait précisément à s'écarter de la vision purement contractuelle de la gouvernance (selon laquelle la *corporate governance* vise essentiellement la protection des intérêts des seuls actionnaires).

5-1. Les insuffisances de l'économie des coûts de transaction du point de vue des solutions de gouvernance proposées.

A notre estime, l'analyse transactionnelle de la *corporate governance* et la lecture du rapport salarial et de l'actionnariat salarié qui en découle donne prise à trois types d'ambiguïtés.

⁶⁶⁰ A REBERJOUX, *op.cit.*, 15 (2001).

⁶⁶¹ Pour rappel, le modèle d'anticipations rationnelles est fondé sur trois propositions axiomatiques.

Robert Cobbaut énonce ces propositions de la manière suivante :

- le principe de 'rationalité individuelle' : l'homo economicus poursuit, de manière cohérente et exclusive, son intérêt individuel. Il est un maximisateur rationnel d'utilité;
- le principe de 'complétude de l'information' : toute l'information pertinente pour la prise de décision est disponible, en principe sans coût;
- les principe de 'calculabilité infinie'. [R. COBBAUT, "Corporate Governance et Proceduralisation", in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *Démocratie et procéduralisation du droit*, Bruxelles, Bruylant, 352 (2000)]

- (i) Alors que l'économie des coûts de transaction tente de rendre compte de l'importance des investissements en capital humain et de la difficulté à protéger ces derniers par la voie contractuelle, elle demeure rivée à une conception très classique de la gouvernance de l'entreprise. Grâce à l'instrument d'analyse que sont les coûts de transaction, Williamson cherche à déterminer si d'autres parties que les actionnaires (les '*stakeholders*') peuvent être concernés par la *corporate governance*. Selon lui, la *corporate governance* doit être réservée à ceux qui fournissent ou financent des actifs spécifiques à l'activité de l'entreprise. Reconnaisant implicitement que, d'un point de vue analytique, les travailleurs doivent être inclus dans cette définition, Williamson va néanmoins écarter toute suggestion pouvant conduire à une implication active des travailleurs dans le contrôle de la firme. Quant à la question de savoir comment ces derniers (et les autres *stakeholders*) peuvent protéger leurs intérêts (définis en terme d'investissement en actifs spécifiques), Williamson fait preuve d'un certain pragmatisme en évoquant diverses modalités de protection du capital humain, tels que le marché interne, les syndicats, voire une participation limitée des travailleurs durant les périodes d'adversité économiques. Fondamentalement, le modèle reste rivé à une asymétrie entre travailleurs et actionnaires, ces derniers étant identifiés comme les créanciers résiduels naturels. La solution optimale de gouvernance est donc semblable à celle préconisée par les théories contractualistes traditionnelles avec lesquelles Williamson envisageait pourtant de prendre distance. Elle engendre une séparation stricte entre la sphère de '*corporate governance*' et celle de la '*labour governance*'⁶⁶². Nous avons vu que le raisonnement de Williamson pour justifier l'attribution aux seuls actionnaires des droits résiduels de contrôle, est critiqué par des auteurs comme

⁶⁶² Pour rappel, en droit américain où l'influence des théories économiques dans la doctrine juridique est notoire, on trouve plusieurs règles fondées sur cette distinction. Pensons, par exemple à la jurisprudence du NLRB (*National Labor Relations Board*), autorité administrative chargée de veiller à l'application du NLRA (*National Labor Relations Act*) qui dispose que les travailleurs-actionnaires sont exclus du bénéfice des protections collectives offertes par ce dernier, principalement, du droit à être représenté collectivement. Lorsqu'ils agissent en tant qu'actionnaires, les travailleurs ne peuvent plus former un groupe social organisé, par exemple en syndicat. K. Stone relève ainsi, "*whenever employees become a powerful factor in a company's ownership, the employees are no longer "employees" in the statutory sense. They then lose all of the NLRA's protection.*" Le NLRB justifie sa position au moyen des deux arguments suivants: (i) l'exercice potentiel d'une parcelle de pouvoir par les travailleurs-actionnaires et (ii) la supposée divergence d'intérêts entre travailleurs-actionnaires et travailleurs tout court. [K. VAN WEZEL STONE, "Labor and the Corporate Structure: Changing Conceptions and Emerging Possibilities" 55 *University of Chicago Law Review*, 78 (1988)]

Zingales et Blair⁶⁶³. Au départ d'une conception de la firme comme nœud d'investissements spécifiques (*'nexus of specific investments'*) construits autour d'une ressource critique et générant une quasi-rente⁶⁶⁴, Zingales montre qu'il n'y a pas de raison d'accorder un statut privilégié aux investissements financiers, au détriment des investissements en capital humain. Il souligne également le caractère problématique de l'argument selon lequel les autres *stakeholders* sont dans une position plus favorable que les actionnaires pour négocier des protections contractuelles de leurs investissements. Selon Zingales, cet argument ne justifie pas, en lui-même, la nécessité d'allouer les droits de contrôle résiduels aux seuls actionnaires. Tout au plus conduit-il à préconiser l'octroi aux actionnaires de certaines formes de protection contractuelle. Margaret Blair, quant à elle, critique la solution williamsonienne en montrant que l'investissement effectué par les travailleurs encourt des risques d'expropriation comparables à l'investissement financier des actionnaires. Blair développe une revendication plus profonde que Zingales en ce qui concerne le capital humain spécifique à l'entreprise : le fait que les travailleurs supportent des risques résiduels signifie qu'ils sont également titulaires de droits résiduels (au même titre que les actionnaires) ; par conséquent, ils doivent être inclus dans la sphère de la *corporate governance*. En bref, indépendamment des conclusions sur lesquelles débouchent Zingales et Blair, les critiques que ces deux auteurs formulent à l'encontre du raisonnement de Williamson mettent en lumière le caractère problématique des solutions proposées par celui-ci en matière de *corporate governance*.

- (ii) En dépit de son articulation autour de la notion d'autorité, l'analyse williamsonienne du rapport salarial renvoie à une analyse contractuelle classique. Le rapport d'autorité qui caractérise la relation salariale s'apparente à un dispositif d'essence contractuelle dans la mesure où celui-ci est une règle de coordination qui aurait pu être un contrat complet dans un monde sans coût de transaction. Malgré sa volonté de prendre distance avec le modèle d'Alchian et Demsetz (que nous avons développé dans notre deuxième partie), Williamson ne rend compte d'aucune distinction fondamentale entre la relation (contractuelle)

⁶⁶³ Pour rappel, les arguments de Zingales et Blair ont été développés extensivement dans le chapitre 6 de notre troisième partie consacrée à la théorie contractualiste de la firme.

⁶⁶⁴ L. ZINGALES, « Corporate Governance », in P. NEWMAN (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press, 497-502 (1998)

d'un salarié à son employeur et la relation marchande d'un consommateur à son épiciier. Certes, il présente la firme (qui génère le pouvoir de '*fiat*' envers les travailleurs) comme un ordre spécifique, distinct du marché. Mais celle-ci a pour seul objectif de suppléer aux contrats dans leur rôle allocatif vu l'incapacité de ces derniers à remplir parfaitement leur programme d'allocation des ressources. La relation salariale est vue comme un acte de consentement de nature purement contractuelle, l'autorité étant simplement un moyen de coordination permettant d'économiser sur les coûts de transaction (notamment les coûts de contrôle et les coûts de traitement et de transmission de l'information).

- (iii) La mise en place de mécanismes incitatifs a pour objet d'amener les participants à révéler leurs préférences, à transmettre les informations nécessaires à la décision et à induire des comportements en vue de maximiser l'effort. Le modèle des mécanismes incitatifs bute sur le fait qu'il présuppose une homogénéité des préférences et donc réduit la motivation à un simple programme de maximisation sous contrainte. Or, les organisations reposent sur un assemblage structuré d'agents qui adhèrent, au moins partiellement, à des objectifs communs mais sur la base de motivations différenciées. Il existe des agents ou des sous-groupes d'agents qui possèdent des interprétations diverses, voire contradictoires, de ces objectifs ou de la façon de les mettre en œuvre. Le modèle de Williamson ne permet pas de prendre en compte la nécessaire diversification des types d'incitations exigées par la diversité des motivations. Il semble présupposer que l'organisation poursuit un objectif univoque (en dernier ressort, il s'agit de la création d'une rente organisationnelle), partagé unanimement par l'ensemble des participants, les comportements de ces derniers étant exclusivement orientés vers la maximisation de leur utilité exprimée en terme monétaire.

5-2. Les insuffisances de l'économie des coûts de transaction du point de vue du modèle d'efficience mobilisé.

Ceci nous amène à formuler une critique plus générale sur les limites théoriques du modèle de Williamson. Notre critique est à double entrée. L'idée, ici, est que les ambiguïtés des solutions proposées en matière de gouvernance peuvent être lues comme autant de symptômes d'une difficulté plus fondamentale quant à la conception de l'efficience sous-jacente au modèle transactionnel

- (i) Malgré la visée de départ qui semblait prometteuse, de par son appui sur les limites de la rationalité, la démarche de Williamson exacerbe le rôle de la contractualisation dans la coordination des activités économiques. Grâce à l'instrument économique que constituent les coûts de transaction, Williamson développe une analyse micro économique de la structure interne de l'organisation, en considérant que celle-ci est le siège d'un ensemble de contrats. La structure de gouvernance que constitue l'entreprise a pour seul but de permettre aux contrats de jouer pleinement leur rôle ; si elle est d'un niveau supérieur aux contrats, elle n'a pour autant aucune autonomie par rapport à ceux-ci. En établissant les conditions qui rendent la contractualisation plus ou moins coûteuse et donc plus ou moins efficient, la théorie des coûts de transaction conduit à la rationalisation de l'analyse des relations économiques qui semblent échapper aux marchés. C'est un critère de calcul, les coûts de transaction, qui permettra de juger de la pertinence des modes de contractualisation. Une bonne structure de gouvernance est repérable grâce aux coûts relatifs qu'elle engendre et qui doivent être les plus faibles possibles. Pour reprendre l'expression de P-Y Gomez : « *les calculs justifient les contrats efficaces et les contrats permettent les calculs.* »⁶⁶⁵ Plus fondamentalement, la théorie de Williamson mobilise - plus qu'elle n'évacue - une conception de la rationalité de nature substantialiste. Si vraiment l'hypothèse de rationalité limitée est prise au sérieux, pourquoi ne s'applique-t-elle pas à la détermination des coûts de transaction ?⁶⁶⁶ Prétendre pouvoir déterminer et mesurer les coûts

⁶⁶⁵ P-Y. GOMEZ, *op.cit.*, 100 (1996).

⁶⁶⁶ C'est également l'analyse de Stanley FISHER: "Transaction costs have a well-deserved bad name as a theoretical device ... because there is a suspicion that almost anything can be rationalized by invoking suitably specified transaction costs." in "Long-term Contracting, Sticky prices and Monetary Policy: a Comment", 3 *J. Monetary Econ.*, 317, 322 (1977).

relatifs de transaction avant de décider d'opter pour tel type de contractualisation plutôt que tel autre suppose, en fait, un niveau de rationalité très élevé. Comment reconnaître un coût de transaction *ex ante*, c'est-à-dire avant que les actions et les choix aient lieu (exemple : on ne décèle les coûts d'opportunisme qu'après que celui-ci se soit présenté) ? Tout se passe comme si, au moment t où un individu choisit en minimisant les coûts de transaction, ce dernier est censé connaître les coûts d'une situation qui ne se réalisera qu'au moment $t+1$. Comme le souligne C. Chaserant : « *la volonté de déterminer des contrats purement auto-exécutoires peut paraître contradictoire avec celle d'étudier la contractualisation en rationalité limitée (...) les parties n'ont théoriquement pas les capacités cognitives nécessaires pour établir un contrat auto-exécutoire, synonyme de contrat complet.* »⁶⁶⁷

- (ii) Sans doute pourrait-on soutenir que le choix des formes organisationnelles qui minimisent les coûts de transaction résulte d'un processus de sélection naturelle et non pas des calculs décisionnels des agents.

Ceci nous amène au second volet de cette critique. Elle a trait à la conception des processus de création et de sélection des formes organisationnelles qui est sous-jacente à l'économie des coûts de transaction. En économie, le débat autour du paradigme de la sélection naturelle est complexe et a donné lieu à de multiples contributions qui, tout en nuance, ont tenté de rendre compte de la dynamique à l'œuvre dans l'évolution des processus économiques⁶⁶⁸. Il n'y a pas lieu, ici, d'en faire état de manière détaillée ; nous nous limiterons à esquisser le problème que soulève la théorie des coûts de transaction. La réponse offerte par les économistes 'contractualistes' - principalement les théoriciens de l'agence et des droits de propriété (Alchian, Demsetz, Jensen, Meckling et Fama) - à la question de la sélection des formes de gouvernance est la suivante : la logique des forces impersonnelles du marché fonctionne de manière telle, qu'en définitive, seules subsisteront les firmes qui auront développé des stratégies identiques à celles qu'auraient permis de définir un calcul d'optimisation. Le marché fonctionne comme si les opérateurs économiques étaient des maximisateurs de profit; survivront ceux qui, par

⁶⁶⁷ C. CHASERANT, *op.cit.*, 307- 308 (2000).

⁶⁶⁸ Pour une synthèse critique, voir J. LENOBLE & M. MAESSCHALCK, *Toward a Theory of Governance : The Action of Norms*, Kluwer Law International, 1-363 (2003).

chance, par calcul rationnel ou par toute autre voie, ont adopté les comportements correspondant à la stratégie la plus efficace qui est la seule à même d'assurer le succès. M. Jensen le souligne explicitement « *suppose (also) that the environment rewards with survival those who happen to select strategies that are closer to optimal and grants extinction to those who are unlucky enough to choose dominated strategies or actions. In such an environment, observed behaviour and institutions will tend toward the optimal because those far from it will continually tend towards extinction.* »⁶⁶⁹ L'approche de Williamson est quelque peu différente. Chez lui, en effet, les firmes sont des dispositifs de gouvernance qui diffèrent du marché. Les transactions intra-firmes sont gouvernées par un mécanisme hiérarchique et elles échappent donc aux pressions compétitives issues des forces marchandes. Williamson soutient néanmoins que seules les formes efficaces d'organisations sont sélectionnées naturellement par le marché, c'est-à-dire celles qui ont passé la rampe du test de minimisation des coûts de transaction. Comme le remarque très justement J. Vromen, Williamson fait partie de l'« *efficiency branch* » de la théorie évolutionniste : « *the governance structures that can be observed are efficient not just because the individuals involved are assuming to pursuing efficiency. After all, the actions of individuals may have unintended and possibly counterproductive consequences. The structures are efficient first and foremost because they have proven to be so in competition with other structures in the market. The organization forms that manage to produce at low costs (including notably transaction costs) are assumed to outcompete and to supplant forms that produce at higher costs.* »⁶⁷⁰ Williamson se défend toutefois d'adopter un modèle évolutionniste aussi 'dur' que celui des auteurs de la théorie de l'agence et des droits de propriété⁶⁷¹. Il critique l'idée selon laquelle l'évolution fait nécessairement émerger la solution la plus efficace « en soi ». Seule émerge la solution la plus efficace parmi celles qui ont été effectivement expérimentées. Ceci explique pourquoi, en se référant explicitement à l'idée de rationalité limitée, il souligne que seule une forme faible de sélection est acceptable. Selon

⁶⁶⁹ M. C. JENSEN, « Organization Theory and Methodology », 58 *Accounting Review*, 322 (1983)

⁶⁷⁰ J. J. VROMEN, *Economic Evolution : an Enquiry into the Foundations of New Institutional Economics*, London, Routledge, 55 (1995).

⁶⁷¹ Dans notre partie consacrée à la théorie positive de l'agence, nous avons toutefois souligné que la prétendue différence entre le modèle '*survival of the fittest*' des théories de l'agence et des droits de propriété et le modèle '*survival of the fitter*' de Williamson est infondée : les deux premières théories

Vromen « *weak-form selectionism entails survival of the fitter, not survival of the fittest.* »⁶⁷² En dépit de son affirmation de principe, Williamson reste pourtant en défaut de proposer une explication satisfaisante au sujet du lien prétendument causal qui existe entre l'existence d'un phénomène et son efficience⁶⁷³. L'économiste G.K. Dow⁶⁷⁴ l'a bien compris quand il qualifie l'approche de Williamson de 'fonctionnaliste', sous prétexte qu'elle ne permet pas réellement d'expliquer pourquoi les formes organisationnelles qui survivent sont efficaces. Dans les travaux de Williamson, on retrouve, en fait, deux variantes de l'argument de la sélection par la concurrence :

- Les firmes possédant les structures organisationnelles les plus efficaces vont tout simplement éliminer du marché les firmes inefficaces.
- La concurrence de marché donne lieu à un processus d'imitation: les firmes auront tendance à imiter et à s'aligner sur les stratégies organisationnelles qui s'avèrent les plus efficaces, en termes de profit, de rentabilité ou de réduction des coûts.

Ces deux variantes conduisent à une interrogation majeure. Vu les hypothèses comportementales (rationalité limitée et opportunisme) qui fondent l'approche williamsonienne, comment peut-on soutenir que les agents économiques sont capables, *ex ante* de déterminer les formes organisationnelles qui ont le plus de chance de survie ou même, de manière plus nuancée, que c'est par le biais d'un apprentissage organisationnel que les agents économiques vont apprendre à configurer des structures de gouvernance efficaces ? En effet, à partir du moment où les individus sont dans l'impossibilité de conclure des contrats complets, il est douteux qu'ils soient aptes à identifier, à l'avance, les qualités organisationnelles les plus efficaces. De même, le transfert des informations nécessaires au bon fonctionnement du mécanisme d'apprentissage

adoptent également un critère de sélection au sens faible (seuls survivent les plus adaptés comparativement).

⁶⁷² J. VROMEN, *op. cit.*, 60 (1995).

⁶⁷³ Williamson a d'ailleurs explicitement reconnu n'avoir pas exploré en profondeur les implications évolutionniste de sa théorie. Dans son ouvrage traduit en 1994 il affirme ainsi que le rôle de la concurrence pour trier les innovations organisationnelles selon leurs mérites économiques justifie un traitement plus complet et que, à ce sujet, le lien avec l'économie évolutionniste de Nelson et Winter est particulièrement instructif.

⁶⁷⁴ G. K. DOW, « The Function of Authority in Transaction Cost Economics », 8 *Journal of Economic Behavior and Organization*, 29 (1987).

organisationnel peut aisément être perverti par le comportement opportuniste de certains agents impliqués dans le processus.

En conclusion, l'analyse transactionnelle inaugurée par Williamson fournit des outils intéressants pour représenter l'entreprise. Elle montre que l'efficacité des contrats signés entre les détenteurs de ressources dépend du degré de spécificité des actifs sous-jacents, de la fréquence des transactions et du niveau d'incertitude comportementale. Au départ d'un postulat de rationalité limitée et d'incomplétude contractuelle, elle tente de rendre compte des différences existant entre le marché et les organisations, analysées comme des structures de gouvernance. En cela, elle s'ouvre à l'idée selon laquelle l'efficacité est conditionnée par la mise en place de dispositifs organisationnels incitant les acteurs à adopter des stratégies coopératives.

Toutefois, les solutions proposées en matière de *corporate governance* et d'actionnariat salarié demeurent semblables à celles préconisées par les contractualistes traditionnels: l'efficacité demande que les droits résiduels de contrôle de la firme soient attribués aux seuls actionnaires et la participation au capital se réduit à un problème contractuel d'aménagement des incitations (il s'agit d'aligner les intérêts des travailleurs sur ceux des actionnaires). Certes, Williamson esquisse un modèle économique de la firme qui reconnaît le fait que les travailleurs font des investissements pouvant justifier leur intégration au sein des organes de contrôle. Mais, comme l'ont bien relevé L. Zingales et M. Blair, il ne tire pas toutes les conclusions logiques de son raisonnement et finit par se ranger aux solutions des théoriciens de l'agence et des droits de propriété. L'hypothèse que nous avons tenté de formuler est que les ambiguïtés affectant la conception williamsonienne de la gouvernance reposent, en définitive, sur une insuffisance plus fondamentale. Celle-ci a trait au maintien d'une conception strictement formelle et computationnelle de l'efficacité. Williamson rendosse, en quelque sorte, le modèle de rationalité des contractualistes alors qu'il entendait le dépasser au moyen de son hypothèse de rationalité limitée.

Dans le chapitre qui suit, nous prendrons appui sur la démarche néo-institutionnaliste de Douglass North. Il nous paraît, en effet, que cet auteur invite à une redéfinition de la conception strictement formelle de l'efficacité en tentant, quoique de manière encore très ambiguë, d'y intégrer une dimension culturelle.

**ACTIONNARIAT SALARIE & CORPORATE GOVERNANCE :
L'APPROCHE NEO-INSTITUTIONNALISTE DE DOUGLASS NORTH**

Introduction

Comme nous venons de le montrer dans le chapitre précédent, l'approche ouverte par la théorie des coûts de transaction de Williamson marque un déplacement par rapport à l'analyse contractualiste classique mais souffre de certaines insuffisances, tant au niveau de sa conception de la gouvernance qu'au niveau plus théorique du modèle d'efficience qui est présupposé. Dans ce deuxième chapitre, nous présenterons une orientation de pensée qui s'efforce de rencontrer les difficultés de la démarche williamsonienne au départ d'une prise en compte du caractère culturel et contextuel de la rationalité des agents. Cette approche est celle de Douglass North.

Les travaux de Douglass North se distinguent de ceux de Williamson par le fait qu'ils entendent élaborer une théorie de la structure institutionnelle de la société en traitant les institutions comme des variables endogènes. Dans sa globalité, l'économie néo-institutionnaliste s'est intéressée à deux niveaux de gouvernance des transactions économiques: un niveau macroscopique c'est-à-dire le niveau de l'environnement institutionnel, et un niveau microscopique, c'est-à-dire le niveau des arrangements organisationnels. Alors que Williamson a travaillé le second niveau, North a, quant à lui, traité du premier. Le modèle de North témoigne de ce que le cadre institutionnel ne constitue pas un élément neutre, dans la mesure où il exerce une influence prépondérante sur la structure incitative des activités économiques et sur les comportements des agents.

En cela, North se rattache à 'l'institutionnalisme', cette philosophie de la recherche qui se veut être une alternative à la théorie néo-classique dominante pour laquelle les agents économiques interagissent par le seul intermédiaire du marché, sans qu'il soit nécessaire d'avoir recours au droit, aux organisations, à l'Etat ou aux associations professionnelles⁶⁷⁵ et qui se caractérise par les deux principes suivants :

- les régularités micro ou macroéconomiques peuvent être causalement rattachées aux systèmes de règles institutionnelles qui organisent les transactions ;
- les systèmes de règles sont eux-mêmes expliqués à l'intérieur du modèle théorique: les institutions sont des variables endogènes et essentielles.

Cette approche se démarque de la théorie des contractualistes dont l'objectif est d'expliquer les modes 'hiérarchiques' de coordination à l'aide d'une modélisation de la rationalité limitée comprise en termes de coûts de computation et d'asymétrie d'information. Là où la théorie contractualiste s'inscrit dans une approche purement 'endo-contractuelle'⁶⁷⁶, l'économie néo-institutionnaliste constitue une approche 'exo-contractuelle' : les parties, désirant 'économiser' leurs capacités cognitives, sont supposées prendre appui sur des règles, des organisations et des institutions existantes pour établir et mettre en œuvre leurs arrangements contractuels. L'élaboration de contrats parfaitement complets étant impossible, celles-ci délèguent à un dispositif extérieur le soin de piloter et de régler les 'conflits' qui sont susceptibles d'apparaître.

Notre deuxième chapitre se structure de la manière qui suit.

D'abord, nous exposerons le point de départ de la théorie de North. Celle-ci se fonde, pour l'essentiel, sur une critique de la théorie williamsonienne des coûts de transaction, en ce que celle-ci ne prend pas suffisamment en compte le rôle joué par l'environnement institutionnel dans la production d'une régulation efficiente. Ensuite, nous exposerons les lignes de forces de la théorie de North. Nous examinerons successivement les fondements théoriques de son approche, sa conception du rôle de l'environnement institutionnel ainsi que sa théorie de l'évolution. Nous tenterons alors de dégager les apports de la théorie northienne pour rendre compte de la corporate governance et de l'actionnariat salarié. North n'a absolument pas traité de ces sujets, mais son approche fournit un éclairage intéressant pour étudier les domaines où se

⁶⁷⁵ On ne s'étonne donc pas que la recommandation fréquente de la théorie néo-classique soit la dissolution de ces institutions et leur réduction à des marchés ou, à défaut, à des contrats sur le modèle principal-agent

⁶⁷⁶ C. CHASERANT, *Rationalité et gestion de l'incomplétude dans les relations contractuelles*, Thèse de doctorat en économie, Université de Paris-X-Nanterre, 215 (2000).

cherche aujourd'hui une amélioration juridique de nos dispositifs de gouvernance. Enfin, nous exposerons les limites de l'approche northienne en montrant que celle-ci tend à se rabattre sur un raisonnement formel en termes d'optimisation et de réduction des coûts.

I. Le point de départ : les limites de la théorie williamsonienne pour rendre compte de l'environnement institutionnel

La théorie des coûts de transaction analyse les modes de coordination interindividuels alternatifs et plus particulièrement les structures de gouvernance. Elle met les coûts de transaction au centre de son schéma d'analyse et étudie les efforts réalisés dans tout échange économique pour les minimiser. Les organisations économiques ne sont pas (du moins pas uniquement) considérées comme étant la résultante de caractéristiques technologiques, mais elles sont supposées permettre l'harmonisation des relations (potentiellement conflictuelles) entre les agents économiques, en fonction des caractéristiques des transactions envisagées.

Les agents, dotés d'une rationalité limitée, créent des dispositifs de gouvernance pour surmonter les difficultés de coordination dues aux incertitudes comportementale et environnementale. Ces dispositifs peuvent prendre plusieurs formes. Le choix d'une forme de gouvernance plutôt qu'une autre est dicté par la recherche d'une minimisation des coûts de transaction, étant entendu que ces coûts varient en fonction de trois éléments : la spécificité des actifs engagés dans la transaction, le degré d'incertitude et la fréquence de la transaction. La théorie prédit, par exemple, que la structure de gouvernance la plus efficiente en cas de forte spécificité des actifs est l'organisation hiérarchique. La hiérarchie repose sur un principe de règlement privé des conflits ; elle crée des mécanismes de supervision afin d'observer les comportements de chacune des parties prenantes, elle met en place des incitations à adopter des comportements conformes aux engagements et elle utilise éventuellement des mesures coercitives (qui peuvent aller jusqu'à l'exclusion de l'organisation) afin de sanctionner les 'tire-au-flanc'. Elle offre, en outre, une capacité d'ajustement via le commandement. En

procédant à une collectivisation des connaissances et des capacités, elle aide à résoudre des problèmes d'une complexité supérieure à ceux qui sont résolubles par des individus isolés et donc, permet d'économiser sur la rationalité limitée.

Dans le modèle transactionnel, le cadre institutionnel dans lequel se déroulent les activités économiques est considéré comme une variable exogène.⁶⁷⁷ La théorie des coûts de transaction étudie l'appui des engagements sur des dispositifs d'ordre privé, mais elle ne prend pas en compte le rôle des autres règles, que sont les normes sociales et institutionnelles et leur influence sur la gestion de l'incomplétude contractuelle. Les contraintes formelles qui découlent de l'environnement institutionnel ne sont pas problématisées ; elles constituent des données, des externalités qui s'imposent aux agents et sur lesquelles ceux-ci n'ont aucune prise. Les institutions forment comme une structure *a priori* qui a, certes, une influence sur l'efficacité absolue et relative des organisations, mais qui n'est pas manipulable par les agents. La notion de coûts de transaction est définie à partir des dépenses et des difficultés occasionnées par la nécessité d'adapter *ex post* les arrangements organisationnels aux conditions environnementales.

Cette absence de prise en compte du rôle joué par les institutions renvoie à la triple critique que nous avons adressée à la théorie de O. Williamson quant au caractère statique et 'fonctionnaliste' de sa théorie⁶⁷⁸.

- (i) L'association d'une hypothèse de rationalité limitée avec un modèle de choix déterministe basé sur un calcul d'efficacité conduit l'auteur à minimiser voire oblitérer le rôle dynamique joué par les institutions dans la production d'une gouvernance efficace.
- (ii) L'approche en termes de coûts de transaction repose sur une vision de la sélection des formes de gouvernance qui assimile leur efficacité à leur 'survie' et qui suppose donc que la sélection concurrentielle conduit à l'optimalité (même

⁶⁷⁷ Malgré le projet de départ qui était de nature partiellement institutionnaliste comme en témoigne le titre de l'ouvrage de Williamson de 1996 (*The Economic Institutions of Capitalism*).

⁶⁷⁸ Voir notamment G. K. DOW, « The Function of Authority in Transaction Cost Economics », 8 *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13-38 (1987) et M. GRANOVETTER, « Economic Action and Social Structure », 91 *American Journal of Sociology*, 481-510 (1985).

conçue en terme de *second best*), dans la mesure où elle sanctionne les formes de gouvernance inefficaces.

- (iii) La théorie transactionnelle est fondée sur le postulat selon lequel les agents économiques sont prévoyants dans la mesure où ils sont capables d'anticiper l'issue du processus de sélection et d'intégrer cette prévision dans leurs modèles heuristiques. Les individus sont supposés être suffisamment lucides pour anticiper les propriétés d'un dispositif de coordination (c'est-à-dire intégrer les informations issues du processus de sélection dans leur modèle cognitif), afin de juger de son efficience relative par rapport aux autres dispositifs de gouvernance. Pour Williamson, les choix de départ peuvent, certes, être sous-optimaux ou erronés mais, dans ce cas, les agents vont améliorer les formes de gouvernance existantes en fonction d'apprentissage sur leurs difficultés de coordination. Les parties sont supposées posséder, de manière innée, les capacités d'apprentissage et d'adaptation leur permettant de faire des choix optimaux.

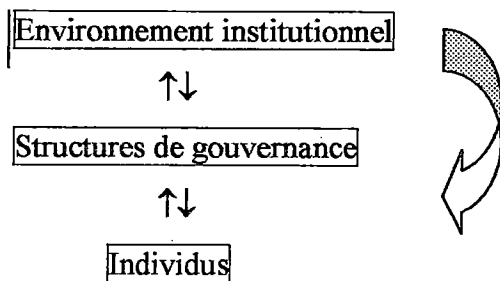
II. Les fondements théoriques de l'analyse northienne des institutions

Quand on essaie de croiser, comme Eric Brousseau⁶⁷⁹, l'économie des coûts de transaction avec la perspective de Douglass North et d'autres historiens économiques sur le rôle des institutions comme environnement de sélection, il est possible de rencontrer certaines des critiques que nous avons adressées à Williamson. Les travaux de North et de Williamson se ressemblent par leurs hypothèses et leurs principes fondamentaux : l'économie et la société dans son ensemble y sont étudiées par le biais de la théorie de l'échange, c'est-à-dire par le prisme contractuel, le problème central étant celui de la coordination entre des agents économiques rationnellement limités.

⁶⁷⁹ E. BROUSSEAU (1995), « De la science du marché à l'analyse économique des formes de coordination », *Les Cahiers Français*, n°272, 54-63 (1995); « Néo-institutionnalisme et Evolutionnisme : Quelles convergences ? », 35 *Economies et Sociétés* (Hors Série), 191 (1999); « Processus évolutionnaires et Institutions : quelle alternative à la rationalité parfaite ? », *Revue Economique*, 51, 1185-1213 (2000); E. BROUSSEAU & M. FARES, "The Incomplete Contract Theory and the New Institutional Economics Approaches to Contracts: Substitutes or Complement?", in C. MENARD (ed.), *Institutions, Contracts, Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Edward Elgar, 2001.

L'efficacité de leurs relations repose sur l'élaboration de mécanismes de gouvernance et d'institutions permettant de réduire l'incertitude et les coûts de transactions. Mais, l'approche northienne se distingue de celle de Williamson à un double niveau. D'une part, North a analysé l'environnement institutionnel et ses interactions directes avec les organisations et les individus. D'autre part, il a étudié le rôle des contraintes informelles sur ces interactions ainsi que les rapports entre règles formelles et informelles. Il s'est attaché à montrer que les institutions peuvent influencer la capacité des parties à contracter efficacement, dans la mesure où elles sont constituées d'un ensemble de règles et de normes qui offrent des ressources pour spécifier, crédibiliser et exécuter les engagements contractuels,

On peut représenter l'approche northienne à travers le schéma suivant :



La théorie néo-institutionnaliste de Douglass North s'articule autour de quatre postulats fondamentaux que sont : l'individualisme méthodologique (2-1), l'hypothèse de rationalité limitée (2-2), la prise en compte du rôle joué par les facteurs idéologiques (2-3) et l'existence des coûts de transaction (2-4).

2-1. L'individualisme méthodologique

A l'instar de Williamson, North part d'un postulat d'individualisme méthodologique : l'individu est l'unité de base de son analyse. Le trait majeur de la nouvelle économie institutionnelle est, en effet, d'étudier les différents types d'institutions ou d'arrangements organisationnels à partir de fondements micro-analytiques basés sur une

série d'hypothèses quant aux comportements des agents économiques. Les phénomènes collectifs trouvent leur source dans les choix individuels. Le qualificatif d' 'individualisme méthodologique' ne doit pas s'entendre au sens véhiculé par la vieille et traditionnelle opposition entre individualisme et holisme, qui a longtemps alimenté le débat entre l'école libérale et l'école marxiste. La première prône la parfaite souveraineté des choix des acteurs (les individus sont guidés par leur utilité et tout se passe comme s'ils pouvaient calculer pour maximiser leur profit), ce qui conduit à des difficultés pour comprendre les comportements collectifs, les solidarités, les ajustements sur des utilités communes, etc. La seconde lui oppose le déterminisme des choix humains, relativement à la classe, la catégorie socioprofessionnelle, l'habitus, ..., ce qui conduit à des difficultés pour intégrer la force particulière des comportements individuels dans la dynamique économique.

A l'instar des autres néo-institutionnalistes, on trouve, chez North, une volonté de construire simultanément les comportements et les règles : les dynamiques organisationnelle et institutionnelle sont celles de la tension entre les individus et leurs cadres normatifs, entre la volonté d'adhérer et la volonté de changer. « *Modelling institutions is modelling the man-made constraints on human interaction that define the incentive structure of the society.* »⁶⁸⁰ Nous verrons ultérieurement qu'on trouve également une volonté de prendre en compte, au travers du concept d'idéologie, l'aspect socialement déterminé des comportements individuels.

2-2. La rationalité limitée

A l'instar de Williamson, North s'inscrit en faux contre les deux postulats comportementaux de l'économie néo-classique - l'hypothèse de rationalité substantielle et celle de l'utilité espérée⁶⁸¹ - qu'il juge insuffisants pour rendre compte des problèmes de coordination rencontrés par les acteurs. Les agents économiques possèdent une rationalité limitée (à la Simon) et ils effectuent leurs choix en fonction de modèles subjectifs qui varient en fonction des individus et qui, vu l'incomplétude de l'information, ne convergent pas.

⁶⁸⁰ D. NORTH, « Five Propositions about Institutional Change », voir : <http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/eh/papers/9309/9309001.pdf>

⁶⁸¹ La critique de la théorie néo-classique consiste à dire, non pas que cette dernière présuppose que les comportements individuels sont toujours parfaitement rationnels mais, simplement, qu'elle postule, d'un point de vue agrégé, que le libre jeu de la concurrence aboutit à l'élimination des comportements qui ne sont pas conformes à l'hypothèse de choix rationnel.

Pour North, les capacités computationnelles des individus sont limitées ; leurs préférences sont incomplètes et sujettes à variation au cours du temps. Comme le décrit Wiseman: « *Human plans and decisions concern the future. In adapting to the future people have available to them incomplete information about the past and partial information about the continuous present (the moving points of actual decision). They can have no 'information' about the future. Since it has yet to happen, there can be only opinion about it (...) The problem is not simply that we do not know which of a possible set of futures will be the actual future; it is that we do not know the content of the possible set.* »⁶⁸²

North prend appui sur ce paradigme de rationalité limitée pour expliquer l'existence des institutions : celles-ci constituent des repères que les individus élaborent afin de structurer leurs interactions et ainsi d'économiser sur leur rationalité limitée. En situation d'incertitude radicale, le cadre institutionnel sert de support à la décision et contribue à réduire l'incertitude fondamentale qui caractérise la coopération humaine.

Nous verrons que, pour North, cette approche n'implique toutefois pas une quelconque 'efficience' des institutions, ces dernières pouvant très bien demeurer inadéquates ou inefficaces.

2-3. La prise en compte des idéologies

Plus originale, par contre, est la mise en lumière du caractère subjectif de la rationalité limitée. North considère que les choix individuels sont partiellement dictés par les modèles subjectifs du monde que les agents mobilisent. Le déchiffrement de l'environnement se fait au travers de constructions mentales qui préexistent aux choix. North convoque divers travaux en sociobiologie et en psychologie afin de montrer que la fonction d'utilité des agents ne se résume pas à un postulat de maximisation au sens strict, mais qu'elle dépend également de nombreux paramètres dont certains sont propres à chaque individu alors que d'autres possèdent une dimension plus collective (idéologie, altruisme, valeurs et standards de conduite auto-imposés, etc.). De ce point de vue, il va plus loin de Williamson qui définit la rationalité limitée sans y intégrer

⁶⁸² J. WISEMAN, "The Black Box", 101, *Economic Journal*, 151 (1991).

l'existence de représentations subjectives, culturellement déterminées.

Au premier rang des paramètres affectant la rationalité des agents, on trouve l'idéologie. L'idéologie est définie par North comme « *un cadre partagé de modèles mentaux possédés par des groupes d'individus qui permet d'interpréter l'environnement et prescrit la manière dont cet environnement doit être ordonné.* »⁶⁸³. Les idéologies peuvent être comprises comme des accords implicites au sujet des règles informelles devant régir l'action sociale et qui permettent de réduire l'incertitude.

Le concept d'idéologie suscite une certaine méfiance chez les économistes, principalement parce qu'il est associé aux travaux de Marx et de Manheim, pour qui l'autonomie des individus n'a pas vraiment de sens dans la mesure où ceux-ci expriment des choix en fonction de la position sociale dans laquelle ils sont inscrits. North est revenu sur ce concept et en a fait un élément déterminant de son analyse de l'environnement institutionnel. Chez lui, l'idéologie joue un rôle à trois niveaux.

Premièrement, elle intervient au niveau de la formation des préférences individuelles.

Deuxièmement – et ceci est une conséquence directe de ce qui précède –, l'idéologie exerce une influence sur la formation du cadre institutionnel ; cette influence se marque, entre autres choses, par le fait que toutes les sociétés investissent des ressources considérables pour convaincre les individus de la légitimité du système en place.

Troisièmement, le législateur et les juges qui prennent des décisions au sujet des droits de propriété (et donc au sujet de l'allocation et la distribution des ressources) se basent, pour déterminer le droit applicable, sur diverses valeurs qui peuvent être influencées par des facteurs idéologiques.

North soutient que, pour comprendre les décisions des agents économiques en situation d'incertitude radicale, il faut étudier la relation qui existe entre les constructions mentales que les individus élaborent pour donner sens à leur environnement, les idéologies qui découlent de ces constructions et les institutions qui se développent afin de stabiliser les relations inter-individuelles. « *Mental models, institutions and*

⁶⁸³ D. NORTH, "Economic Performance through Time", 84 *American Economic Review*, 363, n°6 (1994)

*ideologies all contribute to the process by which human beings interpret and order environment. Mental models are, to some degree, unique to each individual. Ideologies and institutions are created and provide more closely shared perceptions and ordering of the environment. »*⁶⁸⁴

Avant de prendre une décision, les agents économiques opèrent un équilibrage des divers éléments qui interviennent dans leur fonction de maximisation (maximisation de l'utilité exprimée en unités monétaires et poursuite d'autres motivations, idées, valeurs ou idéologies). Cet équilibrage est fonction du coût que la société impose à l'expression des opinions, des valeurs et des préférences subjectives. Plus ce coût est faible, plus les motivations alternatives compteront dans la fonction de maximisation de l'agent. North explique, par exemple, les changements institutionnels qui ont fait suite à l'émergence du mouvement anti-esclavagiste aux USA par le fait que le système politique de l'époque avait permis aux électeurs d'exprimer des opinions critiques à l'encontre de l'esclavage, sans que ceux-ci ne soient pénalisés (il n'existait pas de procédé par lequel les grands propriétaires esclavagistes pouvaient 'racheter' les voix des votants). Cet exemple illustre bien que l'idéologie est un facteur qui, dans certains cas (notamment quand les institutions en place rendent peu coûteuse l'expression des opinions individuelles) peut déclencher une évolution institutionnelle. A l'inverse, l'environnement institutionnel possède, lui aussi, un impact sur les coûts attachés à l'expression des opinions. Par exemple, à l'époque de la révolution industrielle, les prolétaires se percevaient eux-mêmes comme victimes du système capitaliste. Il existe donc une circularité permanente entre les institutions et les perceptions des agents.

Une des originalités du raisonnement northien réside dans le renvoi qui est fait au cadre culturel et idéologique dans lequel s'insère la coordination économique. Contrairement à Williamson qui ne thématise guère cette idée, North tente d'ouvrir son approche à la prise en compte du pluralisme de valeurs qui caractérise l'interaction entre les agents. Ceux-ci sont toujours inscrits dans des cultures et des idéologies et leurs actions sont difficilement réductibles à un modèle de rationalité instrumentale, tel que celui présumé par le noyau dur de l'économie néo-classique. « *It is the belief systems of societies and the way they evolve that is the underlying determinant of institutions and*

⁶⁸⁴ A. T. DENZAU & D. NORTH, "Shared Mental Models: Ideologies and Institutions", 47 *Kyklos*, 21 (1994)

their evolution.”⁶⁸⁵ Les choix institutionnels que les individus dotés de rationalité limitée sont amenés à faire sont également influencés par le contexte dans lequel ils interagissent. En effet, les construits mentaux que les agents mobilisent pour interpréter les informations issues de leur environnement sont la résultante, tant de leur héritage génétique et culturel que du type de problèmes locaux auxquels ils sont exposés (c’est-à-dire que les perceptions d’un Papou d’Indonésie ne seront pas similaires à celles d’un intellectuel américain). Les agents économiques vont donc interpréter leur environnement de manière variée, ce qui va les conduire à effectuer des choix différents. Si le feed-back informationnel résultant des conséquences de leurs choix était parfait, ils pourraient graduellement corriger leurs perceptions afin de converger, progressivement, vers un équilibre unique. Mais, vu la limitation de leur rationalité, ils sont dans l’incapacité de tendre vers cet équilibre unique. Comme le souligne Frank Hahn, « *there is a continuum of theories that agents can hold and act upon without ever encountering events which lead them to change their theories* »⁶⁸⁶. La diversité des choix et des préférences conduit, par conséquent, à des équilibres multiples.

2-4. L’existence des coûts de transaction

L’approche de North repose non seulement sur une théorie des comportements humains, mais aussi - et surtout - sur une analyse en termes de coûts de transaction. North considère, en effet, que les coûts de transaction sont des paramètres fondamentaux pour rendre compte tant de l’existence des organisations que de la dynamique des changements institutionnels. De ce point de vue, il prolonge la théorie de Williamson, qui s’est relativement peu penchée sur la question des processus à l’œuvre dans l’évolution institutionnelle.

On l’a vu précédemment, les coûts de transaction sont liés à la limitation de rationalité qui affecte les agents économiques: dans la mesure où les individus sont limités dans leurs capacités cognitives, ils sont dans l’impossibilité de se coordonner conformément au modèle idéal-typique de l’économie néo-classique (c’est-à-dire le modèle walrasien

⁶⁸⁵ D. NORTH, “Where we Have Been and Where are we Going?”, voir: <http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/eh/papers/9612/9612001.pdf>

⁶⁸⁶ F. HAHN, “Information, Dynamics and Equilibrium”, 34 *Scottish Journal of Political Economy*, 327(1987).

du marché) et donc, ils encourent des coûts dans les transactions et les activités qu'ils entreprennent.

Chez North, les institutions sont créées, pour partie⁶⁸⁷, en vue d'améliorer la coordination des interactions économiques. Elles permettent d'économiser sur les coûts de transaction. Vu les limites indépassables qui affectent leur rationalité, les agents ne peuvent prévoir des dispositifs individuels de gouvernance qui fonctionneraient efficacement pour tous les états de la nature possibles. Le recours à des dispositifs de nature institutionnelle leur permet alors d'économiser sur leur rationalité limitée en réduisant les coûts inhérents à la coordination de leurs transactions.

Les institutions exercent, en retour, une influence déterminante sur les coûts de transaction. Elles procurent de l'information aux individus, ordonnent leurs transactions, rendent les coûts de ces dernières apparents et permettent de sanctionner les comportements déviants. En somme, en déterminant le coût relatif des diverses transactions, elles possèdent un impact sur la croissance, l'emploi ou la répartition des richesses. Plus les institutions permettent de résoudre les problèmes de coordination interindividuelle (en crédibilisant les engagements), moins les agents doivent consacrer des ressources à la gouvernance de leurs relations et, donc, moins les coûts encourus sont élevés. L'efficacité du système institutionnel d'une société donnée est fonction de la complexité de l'environnement et de la motivation des agents (de leur fonction d'utilité)⁶⁸⁸. Prenons, par exemple, le cas du marché immobilier. Les institutions qui encadrent les transactions immobilières consistent en diverses normes formelles et informelles ayant pour objet ou pour effet la détermination des attributs de la propriété, des droits pouvant être transférés, des obligations respectives des parties, des exigences minimales en terme de qualité des biens, des taux d'intérêt, etc. Que ces normes émanent du législateur ou d'autres acteurs (courtiers, agents immobiliers, etc.), elles reflètent les modèles subjectifs de rationalité des individus de la société donnée, à savoir leur sens de l'honnêteté, de la morale... Elles traduisent également la plus ou moins grande complexité de l'environnement. Alors que dans les petites économies locales, les comportements opportunistes peuvent être facilement canalisés au moyen de normes informelles faisant appel à un sens de l'honneur ou de la réputation, les grandes

⁶⁸⁷ Les institutions participent également d'une logique de type politique (au sens de '*political economy*') car elles sont mises en place en vue d'assurer et de préserver du pouvoir.

⁶⁸⁸ Il s'agit ici de souligner l'importance des construits mentaux et des modèles heuristiques dont les agents se dotent pour interpréter leur environnement. Ceux-ci exercent une influence sur le type de cadre institutionnel qui va émerger et évoluer dans une société donnée.

économies modernes ont recours à des mécanismes institutionnels beaucoup plus formels et sophistiqués pour crédibiliser les échanges (règles juridiques, système judiciaire, etc.).

Précisons que North prétend donner à la notion de coût de transaction une extension qui se veut sémantiquement distincte de celle de Williamson. Cette distanciation est toutefois minime car elle porte uniquement sur la définition des coûts. Tout comme Williamson, North inclut dans la catégorie des coûts de transaction les ressources dépensées pour assurer la protection et l'exécution des contrats. Mais il introduit un autre type de coût comme source des institutions : les coûts de mesure des attributs échangés. Par exemple, lorsqu'un acheteur acquiert un bien, l'utilité qu'il va en retirer ne dépend pas uniquement de l'opération d'acquisition elle-même mais aussi des différents attributs du bien. Comme cette valeur diffère d'un individu à l'autre, il est nécessaire d'engager des ressources pour mesurer ces caractéristiques. Par ailleurs, contrairement à Williamson, North ne considère pas les coûts de transaction comme distincts des coûts de production (c'est-à-dire les coûts dits de transformation définis, comme les ressources en terre, travail et capital nécessaires pour transformer les attributs physiques des biens) ; les premiers font partie des seconds. Il n'y a donc pas lieu – comme le propose Williamson – de minimiser la somme des coûts de transaction et de production mais de minimiser les coûts de production totaux, conçus comme la somme des coûts de transaction et de transformation des biens échangés. En outre, l'analyse de North ne prend pas en considération la spécificité des actifs : les coûts de transaction ne sont pas déterminés en fonction des attributs des transactions mais ils sont définis par les institutions. Celles-ci permettent de diminuer les coûts des échanges qu'elles encadrent. De manière générale, les coûts de transaction dépendent de l'interaction entre les institutions et les dispositifs contractuels de gouvernance.

Malgré leurs spécificités respectives quant à la définition et l'extension exacte des coûts de transaction, l'approche de North et celle de Williamson, visent toutes les deux à mettre en relief l'idée que, même en s'en tenant à une représentation très épurée des marchés concurrentiels, il existe toujours des facteurs irréductibles qui expliquent l'existence des organisations et des institutions et qui éclairent le rôle que celles-ci

jouent par rapport au marché (de manière générale, il s'agit des coûts liés au fonctionnement de système économique⁶⁸⁹).

III. Le rôle de l'environnement institutionnel

Nous l'avons souligné, l'objet d'étude de North se distingue de celui de la théorie des coûts de transaction de Williamson en ce qu'il porte sur les relations qu'entretiennent les individus et les organisations avec l'environnement institutionnel, sans considérer ce dernier comme une donnée exogène (c'est-à-dire une contrainte extérieure).

Le point de départ de North est l'analyse d'une société dans laquelle aucun dispositif de coordination (aucune institution) ne préexiste. L'auteur tente de comprendre, à partir de données historiques, comment ces institutions se sont construites, afin d'en déduire une perspective logique. Par exemple, dans son ouvrage de 1991, North part de l'échange local dans un village et étudie l'effet de l'accroissement des échanges au niveau régional, puis national, puis international, sur l'évolution de la spécialisation, de l'urbanisation, et du développement des marchés. Il montre que, de manière générale, les institutions sont créées dans une optique de réduction des incertitudes et donc des coûts liés à l'échange.

Les deux points suivants expliquent, successivement, ce que recouvrent le concept northien d'institution (3-1) et la manière dont l'auteur conçoit le processus d'évolution institutionnelle (3-2).

3-1. La notion d'institution

A la base de l'analyse de North, on trouve une distinction entre les institutions et les organisations.

- Les institutions y sont définies comme les règles du jeu de la société c'est-à-dire, « *the humanly devised constraints that shape human interaction.* ».

⁶⁸⁹ Comme le souligne Kenneth Arrow, « *transaction costs are the costs of running the economic system* » [K. J. ARROW, "The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non-market allocation", in *The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: the PBB-System*, Joint Economic Committee, 91st Cong., 1st sess., vol. I, Washington D.C., Government Printing Office, 48 (1969)]

- Les organisations sont des dispositifs créés par les agents économiques pour gouverner et structurer leurs relations interindividuelles. Elles sont composées d'individus liés entre eux en vue de la réalisation d'objectifs communs de type économique, politique, social ou culturel.

Dans l'approche néo-classique conventionnelle, telle qu'incarnée dans le modèle walrasien du marché, l'analyse des institutions est quasi inexistante: l'économiste doit les considérer comme des données qui ne relèvent pas de la théorie économique mais du travail de l'historien.

North prend le contre-pied de cette approche. Pour lui, les relations économiques sont profondément structurées par leur cadre institutionnel, de sorte qu'il est impossible de concevoir les unes sans analyser l'autre. Il s'agit alors d'envisager les institutions comme des conditions nécessaires à l'émergence, à l'existence et à la reproduction des marchés et des organisations, l'économiste ayant pour tâche d'analyser ces conditions.

Chez North, l'économie et la société se caractérisent donc par un subtil jeu d'interactions croisées entre institutions et organisations.

Les institutions constituent un ensemble de règles socio-économiques, mises en place dans des conditions historiques déterminées. Du point de vue économique, ces règles visent à définir les conditions dans lesquelles les choix individuels ou collectifs d'allocation et d'utilisation des ressources peuvent s'effectuer. Cependant, à la différence des marchés et des organisations, les institutions ne sont pas des mécanismes de coordination à proprement parler, car elles contribuent à définir les conditions socio-historiques dans lesquelles les mécanismes de coordination peuvent s'instaurer. Les institutions façonnent la manière dont les sociétés évoluent. En ce sens, elles sont des éléments clés pour comprendre les changements historiques et les différentiels de performance économique au cours du temps.

Que ce soit dans leur existence ou leur évolution, les organisations sont fortement influencées par le cadre institutionnel dans lequel elles s'insèrent. D'une part, elles sont créées par les individus, en fonction des opportunités résultant des contraintes constituées par l'environnement institutionnel. D'autre part, leur marge de manœuvre est fonction des contraintes générées par les institutions en place. En retour, elles

exercent une influence sur l'environnement institutionnel : pour atteindre leurs objectifs, elles vont tenter d'agir sur le cadre de contraintes qui s'imposent à elle. Nous verrons que pour North l'adaptation des organisations n'est pas un problème. Il présuppose que celles-ci sont spontanément capables de procéder aux interventions nécessaires pour faire évoluer le cadre institutionnel vers un équilibre plus efficient.

Les institutions se subdivisent en contraintes formelles telles que le droit écrit (constitution, lois et règlements) et les contraintes informelles comme les coutumes, les normes sociales, les codes de conduite, les tabous, etc. La différence entre les deux types de contraintes n'est qu'une question de degré, leur nature est identique : ce sont des normes qui prescrivent aux agents économiques des modalités de comportement en fonction des circonstances. Ces normes peuvent être intentionnelles ou non intentionnelles, c'est-à-dire construites explicitement pour assurer la coordination ou non. Les institutions comprennent des règles mais aussi des dispositifs de prise de décision chargés de les exécuter. Les règles étant nécessairement incomplètes, il convient de les préciser afin de les rendre exécutoires. Les institutions représentent –en partie du moins- une extension nécessaire aux processus individuels de traitement de l'information. Elles ont pour objectif de diminuer l'incertitude à laquelle les agents font face lorsqu'ils doivent se coordonner. Elles permettent de délimiter leurs possibilités de choix. Lorsque la structuration d'un problème de coordination a fait l'objet d'une institutionnalisation, la décision que doit prendre l'agent est facilitée puisqu'elle ne réclame plus aucune réflexion. Bon nombre de nos décisions quotidiennes correspondent en fait à des routines de comportement dont l'existence est rendue possible par celle d'un ensemble d'institutions. Associées aux contraintes économiques standards (prix, demande, etc.), elles facilitent la détermination des coûts de transaction et donc la profitabilité attendue des transactions. Toute relation d'échange s'envisage donc toujours comme un processus de négociation à l'intérieur d'un ensemble existant d'institutions. Certaines règles ont même pour fonction ou pour effet de promouvoir certains types d'échanges en les rendant plus attractifs que d'autres, dont les coûts sont augmentés. En réduisant ainsi l'incertitude, les institutions structurent les interactions économiques : elles procurent de l'information, ordonnent les transactions, rendent leurs coûts plus visibles et permettent de mieux sanctionner les déviations perçues. Elles sont,

dès lors, susceptibles d'induire des engagements crédibles. Plus les institutions existantes permettent de résoudre des problèmes d'harmonisation et de supervision des comportements, moins les agents doivent consacrer de ressources à la gouvernance de leurs relations –ce qui a pour effet de diminuer les coûts de transaction encourus.

Le raisonnement sur le caractère incitatif des structures institutionnelles a conduit North à étudier, d'un point de vue comparatif et sur base de données historiques, l'efficacité relative de divers systèmes économiques nationaux. Dans *'Institutions, Institutional Change and Economic Performance'*, il analyse ainsi comment les institutions économiques se sont construites et ont évolué en Espagne, au Portugal, en Angleterre et aux Pays-Bas au début de la période 'moderne'. Il examine l'évolution de la spécialisation, de l'urbanisation, de l'innovation, le développement des marchés ainsi que l'évolution des croyances et des idéologies. Il met en lumière le rôle des institutions comme environnement de sélection afin de déterminer, pour chaque système national, les raisons qui expliquent la présence ou non d'un niveau élevé de croissance et de prospérité. Il montre ainsi que l'Espagne et le Portugal sont longtemps restés à la traîne au niveau économique, comparativement à l'Angleterre et aux Pays-Bas, principalement parce que ces dernières ont disposé d'un cadre institutionnel qui, à un moment de leur histoire, a favorisé l'émergence de marchés sophistiqués, gages d'une plus grande division sociale du travail et d'une efficacité économique accrue. Cette évolution a, en outre, été rendue possible par l'émergence progressive d'un système de croyances et d'idéologies favorables à l'innovation.

Les analyses historiques de North témoignent de ce que, pour lui, un système efficient est un système qui crée un cadre institutionnel et d'autres conditions favorables à la croissance. Plutôt qu'une efficacité allocative de type 'Pareto', il privilégie une efficacité de type 'adaptative' qui met l'accent sur les structures générales du système et leur influence sur la manière dont ce système évolue au fil du temps. La connaissance, l'apprentissage, l'innovation et le risque sont des facteurs qui tiennent une place importante. Les incitations qui sont générées par le cadre institutionnel encadrent les activités d'apprentissage et d'innovation des individus. Ces derniers feront évoluer l'environnement institutionnel en fonction du type d'apprentissage qui a été

rendu possible par cet environnement. Comme le soulignent E. Furubotn et R. Richter « *adaptive efficiency provides the incentives to encourage the development of decentralized decision making processes that will allow societies to maximize the efforts required to explore alternative ways of solving problems* »⁶⁹⁰

On constate donc qu'avec North, l'économie néo-institutionnaliste tend à considérer institutions et organisations moins comme les cadres d'une affectation statique des ressources que comme des cadres de sélection dont il convient de comprendre l'efficacité et la dynamique d'émergence et d'évolution. L'efficacité se juge tant du point de vue des coûts de fonctionnement d'un système par rapport à un autre que du point de vue des adaptations qu'il permet de réaliser.

3-2. Le changement institutionnel

On l'a souligné, chez North, les institutions doivent se comprendre dans une perspective de réduction des incertitudes et des coûts liés à l'échange: en déterminant un certain nombre de coûts relatifs, elles structurent les opportunités accessibles aux agents et aux organisations. North insiste toutefois sur le fait que les institutions évoluent et participent d'un mouvement 'incrémentiel' (progressif) d'apprentissage et d'innovation. Les institutions sont un cadre de sélection pour les organisations, mais elles sont soumises elles-mêmes à un processus d'adaptation. L'orientation du changement institutionnel est modelée par l'interaction continue qui existe entre les organisations et les institutions, autrement dit entre les structures de gouvernance (au sens de Williamson) et l'environnement institutionnel.

L'environnement institutionnel possède un caractère 'malléable'. Les institutions encadrent les activités individuelles et organisationnelles mais ne les contraignent jamais totalement. Comme le relève Eric Brousseau, « *le cadre institutionnel constitue un cadre de sélection des comportements individuels qui conduit les acteurs à s'adapter mais aussi à innover. Innovations et adaptations déstabilisent en retour le cadre institutionnel existant et le forcent à évoluer.* »⁶⁹¹

⁶⁹⁰ E. G. FURUBOTN & R. RICHTER, *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press, 475 (1998).

⁶⁹¹ E. BROUSSEAU, *op.cit.*, 15 (2000).

Cette conception est, encore une fois, liée au postulat de rationalité limitée : la structure institutionnelle est fondamentalement incomplète et c'est précisément grâce à cette incomplétude que les agents et les organisations peuvent innover et la faire évoluer. Pour réaliser leur objet propre, les organisations tirent parti de l'environnement institutionnel, en essayant de le modifier. D'une part, elles peuvent adapter leur structure organisationnelle afin de réduire leurs coûts dans le cadre de l'environnement institutionnel existant. D'autre part, elles peuvent vouloir investir des ressources pour obtenir une modification des règles existantes si le bénéfice attendu d'une modification des règles s'avère positif. En effet, les contrats existants étant nichés dans une hiérarchie de règles, leur renégociation peut parfois être impossible sans une modification des normes hiérarchiquement supérieures.

Pour North, l'évolution institutionnelle est un processus qui est soumis à des contraintes de sentier (*'path-dependency'*)⁶⁹² : les interactions économiques sont saisies dans des trajectoires de développement pouvant conduire à des enfermements empêchant les innovations les plus prometteuses d'émerger ou de s'épanouir. Le cadre institutionnel à l'instant t procure un certain ensemble d'opportunités, que vont exploiter des organisations et des agents individuels, dont l'évolution participe en retour de la définition de la structure institutionnelle à l'instant $t + 1$. En d'autres termes, le changement institutionnel trouve sa source dans la modification des coûts relatifs et des préférences mais il est profondément dépendant des conditions initiales.

A l'instar de Nelson et Winter, North soutient que le changement institutionnel ne conduit pas nécessairement à une plus grande efficience : les résultats d'évolution divergent des résultats d'optimisation. S'il est vrai que, dans ses premiers travaux - inspirés de Williamson⁶⁹³, North défend une conception du changement institutionnel fondé sur un argument de type 'sélection naturelle' (la structure institutionnelle tend progressivement vers une réduction des coûts de transaction⁶⁹⁴), sa position actuelle se veut relativisée. Il affirme, données historiques à l'appui, que l'évolution institutionnelle

⁶⁹² Nous développerons en détail cette approche en terme de *'path dependence'* dans notre chapitre suivant, consacré à l'approche comparativiste de Mark Roe.

⁶⁹³ Comme nous l'avons souligné précédemment, Williamson soutient, en effet, que les modes d'organisation des transactions se succèdent en allant vers une plus grande efficacité productive.

⁶⁹⁴ Selon cette position, les règles et les procédures évoluent pour simplifier les processus d'acquisition, d'organisation et d'utilisation de l'information; les innovations institutionnelles résultent de l'interaction d'économies d'échelle, permises par l'accroissement du volume de la production et donc des échanges, et le développement de mécanismes d'exécution des contrats à moindre coût, les droits de propriété étant de mieux en mieux protégés.

n'assure pas forcément la croissance économique. Les opportunités offertes par le cadre institutionnel permettent l'évolution des institutions mais ne les dirigent pas nécessairement vers des configurations plus productives. Les institutions contribuent généralement à diminuer les coûts de transaction, mais elles peuvent parfois les accroître en créant des configurations inefficaces pour les agents et les organisations. De ce point de vue, l'évolution des connaissances et des idéologies, c'est-à-dire des perceptions qu'ont les agents de l'environnement, joue un rôle non négligeable car elle affecte les coûts de transaction : *« lorsque les acteurs perçoivent la structure des règles comme équitable et juste, les coûts de la contractualisation sont réduits ; lorsqu'ils perçoivent le système comme injuste, ils augmentent. »*⁶⁹⁵ Le politique joue également un rôle important. En effet, les institutions qui encadrent les activités économiques sont élaborées par des agents qui appartiennent à la sphère politique ; par ce fait, elles reflètent des jeux de pouvoir, caractérisant la vie politique et législative, et non simplement des considérations d'efficacité. En résumé, chez North, on a affaire à un monde dans lequel la pluralité des objectifs des agents se traduit par la pluralité des critères de survie. Le niveau des coûts de transaction n'est pas le seul critère utilisé pour juger de manière normative des conséquences d'un processus d'évolution, c'est-à-dire qu'il n'est pas le seul critère de survie. A côté de la concurrence qui pousse les agents à rechercher des institutions et des dispositifs de gouvernance moins coûteux, il existe d'autres facteurs d'évolution ou de blocage comme l'idéologie ou la captation du pouvoir.

IV. Apports et limites de la conception northienne

Les développements qui précèdent nous ont permis d'exposer la spécificité de l'approche néo-institutionnaliste inaugurée par North. Il importe à présent de mettre en lumière les apports de cette perspective, tant du point de vue de la théorie de l'efficacité que du point de vue plus spécifique de l'étude de la corporate governance et de l'actionnariat salarié, mais aussi les limites dont elle demeure affectée.

⁶⁹⁵ D. NORTH, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, New York, Cambridge University Press, 76 (1990)

4-1. L'apport de la théorie néo-institutionnaliste de North et ses implications pour l'étude de l'actionnariat salarié et de la *corporate governance*.

Nous avons vu que la théorie transactionnelle classique, telle que formulée par Williamson, était insuffisante pour rendre compte du rôle des institutions. De ce point de vue, l'approche de North offre un complément intéressant. A l'instar de John Commons, North a montré que les actions individuelles sont inscrites dans des dispositifs collectifs producteurs de règles (droit, jurisprudence, coutume, règlement professionnels, etc.) établissant les fondements des transactions d'échange, de marchandage ou de répartition des richesses. L'enrichissement northien de la théorie williamsonienne des coûts de transaction est triple. Il concerne (i) la multiplicité des niveaux de gouvernance (dont dépendent, in fine, les coûts de transaction), (ii) la relation entre institutions formelles et institutions informelles; (iii) la pluralité des modèles de rationalité.

- (i) S'agissant de la multiplicité des niveaux de gouvernance, la théorie northienne fait apparaître la préexistence des institutions à la contractualisation étudiée par Williamson. Chez North, la gouvernance des relations économiques s'analyse à un double niveau : au niveau interindividuel et au niveau collectif ou institutionnel. Le premier niveau comprend les dispositifs de gouvernance contractuellement constitués, alors que le second se compose de dispositifs institutionnels de gouvernance préexistant à la contractualisation et bornant les comportements individuels. Le niveau des coûts de transaction dépend à la fois des dispositifs de gouvernance (les organisations) et des structures institutionnelles (les institutions). Les individus dotés d'une rationalité limitée étant incapables de concevoir des dispositifs de gouvernance véritablement efficaces (c'est-à-dire correspondant à un équilibre de premier rang), le recours à un cadre institutionnel sert à repousser les limites de la rationalité en vue d'améliorer l'efficacité de la coordination. En diminuant l'incertitude, les institutions permettent de réaliser des économies de coûts de transaction. Ce double niveau de gouvernance est, en fait, implicitement reconnu par Williamson quand il parle de l'association entre le droit des contrats et les

structures de règlement des conflits (à chaque type de contractualisation correspond un système de règlement des conflits). Par exemple, s'agissant du contrat de travail, la hiérarchie (en tant que mode de gouvernance contractuel) repose sur le droit du travail (en tant qu'institution) qui régule le rapport de subordination et institue des procédures judiciaires pour en assurer le respect en dernier ressort. North a toutefois approfondi l'intuition williamsonienne en développant un modèle beaucoup plus sophistiqué qui problématise le cadre institutionnel en ne le réduisant pas à une donnée exogène.

- (ii) L'approche néo-institutionnaliste de North offre une analyse plus étendue du rôle jouée par les normes formelles et les normes informelles dans la contractualisation et des rapports que ces normes entretiennent entre elles. Les contraintes formelles et informelles influencent les échanges économiques, parce qu'elles diminuent les coûts de l'interaction par rapport à une situation où il n'existe aucune règle. La tension qui existe entre les règles formelles et les règles informelles contribue ainsi à façonner le changement institutionnel. Les institutions formelles, c'est-à-dire le système judiciaire et le droit sur lequel il s'appuie, sont chargées de faire respecter les arrangements contractuels. Les institutions informelles, c'est-à-dire les normes sociales qui structurent les comportements et les relations des acteurs, visent, quant à elles, à crédibiliser les engagements contractuels, car, dans un contexte de rationalité limitée, l'exécution parfaite des contrats n'est jamais garantie. Avec l'idéologie, la culture affecte la manière dont sont spécifiées ces contraintes informelles et donc la manière dont les agents vont traiter les informations environnementales. Pour reprendre les termes de North, la culture est « *un filtre qui assure la continuité des solutions informelles aux problèmes d'échange du passé vers le présent et qui fait de ces contraintes informelles une source importante de continuité dans le changement sociétal de long terme.* »⁶⁹⁶ A un niveau global, les règles informelles sont des règles de comportement qui influencent les choix et sont socialement sanctionnées. A un niveau plus local, les règles informelles peuvent constituer des extensions des règles formelles. Ces dernières étant souvent très générales, les règles informelles peuvent servir de guide à leur

⁶⁹⁶ D. NORTH, *op.cit.*, (1990) 37.

interprétation ou leur application dans le cadre de problèmes locaux. Les règles informelles peuvent parfois s'établir et évoluer en tant que règles formelles. Elles seront, dans ce cas, plus coûteuses à modifier. Une des différences principales entre règles formelles et règles informelles réside ainsi dans les ressources qu'il est nécessaire d'investir pour les modifier : la modification des règles formelles est plus coûteuse.

- (iii) Contrairement à celle de Williamson, l'analyse de North ouvre la voie à la reconnaissance d'un pluralisme des modèles rationnels de comportement. Dans la théorie des coûts de transaction, tous les agents sont soumis au même modèle de rationalité limitée, c'est-à-dire que chacun raisonne en fonction du modèle de l'utilité espérée mais sans jamais pouvoir atteindre un résultat optimal. Dans la théorie northienne, l'hypothèse de rationalité limitée est renforcée : elle est structurée par la culture et les idéologies. Cette extension du modèle de rationalité limitée se traduit par l'existence d'une diversité des formes institutionnelles. Certaines sont considérées comme plus 'performantes' que d'autres, car permettant de résoudre un nombre plus élevé de problèmes contractuels, diffusant ou traitant l'information plus rapidement, permettant d'atteindre une plus grande prospérité, etc. Dans son analyse, North fait également droit à une pluralité des critères d'évolution: l'efficacité n'est pas le seul critère pour évaluer de manière normative les conséquences d'un processus d'évolution. La minimisation des coûts de transaction n'est pas le seul critère de survie. A côté de la concurrence, qui pousse les agents à rechercher des institutions pour minimiser leurs coûts, il existe d'autres facteurs d'évolution ou de blocage, comme l'idéologie ou les jeux de pouvoir. Les processus d'évolution sont, en outre, soumis à des phénomènes de dépendance de sentier (*'path-dependency'*) et donc, ils peuvent se bloquer ou conduire à des résultats sous-optimaux.

Quelles sont les implications de la théorie de North pour l'étude de la '*corporate governance*' et de l'actionnariat salarié ?

On l'a dit, ces thématiques n'ont pas été traitées par North. Quand on tente néanmoins de reconstruire une analyse northienne de la *corporate governance* et de l'actionnariat salarié, on est amené à reproduire le type de raisonnement que nous avons développé au départ de la théorie de Williamson, mais en mettant l'accent sur le rôle du système de règles formelles (le système juridique) en tant que cadre institutionnel favorisant l'émergence de dispositifs efficaces car minimisateurs de coûts de transaction. Le raisonnement en termes de coûts de transaction fournit les bases d'une recommandation normative consistant en la valorisation des configurations institutionnelles les plus performantes en terme de réduction des coûts. Nous avons vu, dans notre chapitre précédant que le système qui valorise une gouvernance orientée vers la maximisation des intérêts des actionnaires est considéré comme étant plus efficient car il permet de minimiser les comportements opportunistes et de réduire les incertitudes. L'adoption d'un cadre institutionnel incitant les agents à adopter des modes de gouvernance de type '*shareholding*' est donc un facteur permettant d'induire des comportements générateurs d'efficience. Selon ce raisonnement, les lois fiscales, qui encouragent et réglementent la participation des travailleurs au capital, peuvent être considérées comme des règles formelles efficaces en ce qu'elles favorisent l'alignement des intérêts des travailleurs sur ceux des actionnaires.

En somme, un des apports de North pour l'étude de la *corporate governance* et de l'actionnariat salarié se situe dans la prise en compte du rôle joué par le cadre institutionnel dans la production d'une gouvernance efficiente. L'Etat joue un rôle important, car il participe à la mise en place d'une structure juridique incitative. En effet, lorsque qu'un système est totalement décentralisé, les coûts de transaction peuvent devenir prohibitifs, notamment parce que la sécurité des droits n'est pas garantie et que les parties prenantes risquent de s'engager dans des conflits permanents sur l'étendue de leurs obligations respectives. La hiérarchie résultant du cadre institutionnel collectif et général instauré par l'Etat a précisément pour objet d'assurer que les règles et les normes établies de manière décentralisée n'entrent pas en conflit entre elles, ni avec les règles plus générales prenant en considération des intérêts plus larges⁶⁹⁷. L'intervention

⁶⁹⁷ E. Brousseau a bien mis cela en exergue dans son étude sur la régulation de l'internet [E. BROUSSEAU, « Régulation de l'internet : l'autorégulation nécessite-t-elle un cadre institutionnel ? », in E. BROUSSEAU & N. CURIEN (sld), « Economie de l'internet », 52 *Revue Economique* (Hors Série), 349 (2001)]

étatique permet ainsi de bénéficier de solutions collectives de coordination à l'origine d'économies en termes de coûts, par rapport à la situation où la coordination repose entièrement sur les arrangements inter-individuels.

4-2. Les faiblesses de la théorie northienne

Indépendamment du déplacement opéré par rapport à la conception strictement computationnelle de l'efficacité qui demeure à la base des théories contractualiste et transactionnelle, la théorie de North comporte plusieurs ambiguïtés témoignant de ce que ce déplacement opéré par l'auteur reste partiel. Trois types d'ambiguïtés peuvent être relevées.

Premièrement, North se rabat sur une conception de l'efficacité semblable à celle privilégiée par Williamson, alors qu'il entendait enrichir le modèle de rationalité de cet auteur (i).

Deuxièmement, la conception northienne de l'évolution et de la sélection des formes de gouvernance s'articule mal avec la conception de l'efficacité qu'il mobilise (ii).

Troisièmement, en insistant sur le rôle de l'Etat dans la production d'une gouvernance efficiente, le risque, pour North, est de verser dans une analyse de type '*command and control*', pourtant abondamment critiquée dès la fin des années 70 au nom d'une théorie de l'efficacité (iii).

- (i) Le modèle néo-institutionnaliste de North se démarque de celui de Williamson, qui reste centré sur le problème de l'allocation des ressources dans les organisations. Les institutions représentent une extension nécessaire aux processus individuels de traitement de l'information dans un contexte de rationalité limitée : le cadre institutionnel a pour fonction principale de diminuer l'incertitude à laquelle les agents font face lorsqu'ils interagissent. Pour North, les propriétés et les mécanismes des formes institutionnelles sont étroitement liées aux limites de la rationalité individuelle : l'existence et le rôle des institutions ne peut se comprendre qu'au départ d'une hypothèse de rationalité limitée. Le cadre institutionnel est un 'réducteur' de l'incertitude fondamentale qui affecte les échanges économiques. Il

constitue une parade aux insuffisances computationnelles des agents dans la mesure où il contribue à la diminution (ou à l'accroissement) des coûts de transaction et à la compensation des dysfonctionnements marchands. Dans une contribution récente⁶⁹⁸, Williamson dresse le bilan de la Nouvelle Economie Institutionnelle en distinguant quatre niveaux au sein du système social, correspondant chacun à un type d'analyse particulier (anthropologie, sociologie, histoire et économie). Ces quatre niveaux s'emboîtent l'un dans l'autre et sont ordonnés de manière hiérarchique :

- Au premier niveau, se trouve l'environnement socio-culturel au sens large (coutumes, traditions, religions, normes, etc.). La manière dont cet environnement⁶⁹⁹ se construit et évolue obéit à une logique essentiellement non instrumentale (c'est-à-dire qu'il n'est pas déterminé par des critères d'efficacité.)
- L'environnement institutionnel, c'est-à-dire le cadre juridique et principalement le système de droits de propriété, occupe le deuxième niveau. Il s'agit des règles du jeu (donc de règles formelles) dont le choix renvoie à un calcul de premier ordre (*'first order economizing'*, pour reprendre les termes de l'auteur). Le précepte est : *'get the institutional environment right'* ou *'get the formal rules of the game right'*, sans que la mécanique d'optimisation à l'œuvre ne soit précisée.
- Le troisième niveau est celui des structures de gouvernance qui postule un *'second order economizing'* : *'get the governance structures right'*, soit la minimisation des coûts de transaction.
- L'analyse néo-classique d'allocation des ressources occupe le quatrième niveau, où s'applique le *'third order economizing'*, soit l'égalisation à la marge (le calcul marginaliste).

Dans son ensemble, la Nouvelle Economie Institutionnelle s'est surtout intéressée aux niveaux 2 et 3, la théorie des coûts de transaction privilégiant le troisième niveau et l'analyse de North le deuxième. Avec North, l'analyse de la gouvernance se déplace du niveau trois au niveau deux puisqu'elle est dictée – en partie du moins – par des médiations institutionnelles. Mais, le cadre analytique proposé est celui du niveau trois, puisqu'il met à l'avant-plan la détermination de la structure

⁶⁹⁸ O. WILLIAMSON, « The New Institutional Economics : Taking Stock, Looking Ahead », 38 *Journal of Economic Literature*, 597 (2000).

⁶⁹⁹ Cet environnement est généralement considéré comme donné par les économistes.

institutionnelle incitative qui minimise les coûts de transaction. Malgré les concepts novateurs qu'il introduit dans son analyse de l'efficience (l'idéologie, les dépendances de sentier, les normes sociales, etc.), North se limite à élaborer un modèle visant à appliquer aux institutions les instruments de l'économie des coûts de transaction⁷⁰⁰ : le cadre institutionnel dans lequel agissent les individus détermine leurs incitations et sélectionne leurs comportements. Il privilégie, en quelque sorte, une approche qui entend réfléchir les mécanismes institutionnels nécessaires à la construction d'un équilibre en terme d'optimum (il s'agit ici d'un optimum de second rang). En cela, à l'instar de Williamson, il reste rivé à la croyance selon laquelle il existe un critère déterminable *a priori* et possédant l'avantage de pouvoir faire l'objet d'une évaluation objective: la minimisation des coûts. La culture et idéologie sont, en quelque sorte, réintégrées dans le calcul d'optimisation en les assimilant à des variables homogènes déterminables *a priori*⁷⁰¹.

- (ii) Une ambiguïté supplémentaire de l'analyse de North concerne sa conception de l'évolution des formes institutionnelles. Il pose que la convergence vers l'efficacité n'est pas garantie par le processus d'évolution lui-même, mais qu'il est néanmoins possible de juger de l'efficacité des institutions en mobilisant un critère d'efficacité exogène par rapport à ce processus: le niveau des coûts de transaction. Selon Eric Brousseau⁷⁰², ce dernier point fonde le caractère 'normatif' du néo-institutionnalisme contemporain. L'analyse comparée, effectuée par North, des économies hollandaise, anglaise, espagnole et portugaise témoigne de la double préoccupation de l'auteur qui est, d'une part, de montrer que l'évolution institutionnelle conduit à des configurations variées et, d'autre part, de comparer ces configurations en fonction d'une norme d'efficacité commune distincte de la norme de sélection. Ce raisonnement conduit North à des recommandations normatives : puisque les configurations efficaces n'émergent pas naturellement pas le simple fait de l'évolution, il est pertinent d'agir sur le design institutionnel afin de favoriser une plus grande efficacité économique. Le critère d'efficience qu'il mobilise est un

⁷⁰⁰ North fait appel aux coûts de transaction tels que définis par Barzel, c'est-à-dire les coûts de délimitation et de défense des droits de propriété [Y. BARZEL, *The Economics of Property Rights*, Cambridge University Press (1989)]

⁷⁰¹ Dans notre chapitre suivant consacré à la théorie comparativiste, nous reviendrons plus amplement sur le paradoxe qu'il y a à 'réifier' la culture en considérant cette dernière comme homogène et univoque.

⁷⁰² Eric BROUSSEAU, « Processus évolutionnaires et Institutions : quelles alternatives à la rationalité parfaite ? », *Revue Economique* (2000). Voir aussi, « Néo-institutionnalisme et évolutionnisme : quelles convergences ? », *Economies et Sociétés*, HS 35, n°1 (1999).

critère d'efficacité 'relative' ou, pour reprendre la qualification de Williamson, un critère de 'remédiabilité' : les agents économiques ne peuvent concevoir des institutions optimales en toutes circonstances, mais ils peuvent s'appuyer sur des configurations institutionnelles existantes et plus efficaces comparativement à d'autres. Cela veut dire que les agents doivent modestement considérer que les solutions réalisables sont efficaces tant qu'il n'est pas possible de démontrer avec certitude qu'une alternative réalisable permettrait de dégager un surplus net plus important. Les institutions sont donc toujours amendables, car susceptibles d'être modifiées en fonction des apprentissages réalisés tant par les gestionnaires de ces institutions (qui peuvent découvrir des manières plus efficaces de les faire fonctionner) que des agents contraints par elles (qui peuvent apprendre à 'jouer avec elles'). Un équilibre institutionnel est atteint lorsque, étant donné le pouvoir acquis par les agents individuels et les organisations et les différents contrats passés entre eux, personne ne trouve avantageux de consacrer des ressources à la restructuration des règles. Il s'agit d'un équilibre de deuxième rang, l'équilibre global (optimal) étant supposé inatteignable.

Or, cette conception de l'analyse dynamique génère une ambiguïté fondamentale : comment justifier que les agents économiques soient capables d'évaluer la plus ou moins grande efficacité d'une institution (ou d'une structure de gouvernance) alors même que leur rationalité est fortement limitée ? En effet, pour justifier que les agents préfèrent la solution qui minimise les coûts de transaction, il faut faire l'hypothèse suivante : un processus de sélection distingue les institutions les plus efficaces et les conséquences de ce processus sont intégrées dans le modèle heuristique des agents (afin de leur permettre d'anticiper les meilleures solutions à mettre en œuvre). Pourtant, North semble vouloir postuler le contraire, c'est-à-dire que le processus de sélection ne génère pas automatiquement l'optimalité.

- (iii) North met en lumière le rôle de l'intervention publique pour réguler le comportement des acteurs et des organisations. L'idée est que, dans un contexte de rationalité limitée et d'incertitude, le libre jeu des interactions décentralisées ne garantit pas nécessairement l'efficacité de la coordination. Toute coordination

nécessite ainsi un dispositif garantissant une définition claire et la plus complète possible des droits des parties ainsi que des différentes informations. North insiste sur l'importance de l'instance étatique comme institution de dernier ressort permettant de s'assurer que les règles et les normes établies de manière décentralisée n'entrent pas en conflit entre elles. En réduisant les conflits destructeurs de ressources, l'Etat contribue ainsi à la minimisation des coûts de transaction. Or, cette valorisation du rôle de l'Etat dans la production d'une gouvernance efficiente n'est point dénuée d'ambiguïtés. On peut se demander, en effet, si North ne retombe pas sur une forme de régulationnisme, c'est-à-dire s'il ne réinstaure pas une perspective classique de type '*command and control*'. North démontre à juste titre que le marché (à savoir le processus décentralisé de production de normes) ne garantit pas l'adoption de normes collectivement efficaces, ne résoud pas le problème des conflits de normes et ne fournit pas nécessairement aux acteurs un cadre de coordination sécurisé où la viabilité et le respect des normes seraient garantis. Ceci plaide effectivement pour une organisation du cadre institutionnel en vue de dépasser ces limites. Mais au nom de quoi la centralisation hiérarchique autour d'un dispositif unique (l'Etat) serait-elle un mode de gouvernance plus efficient ? Depuis une trentaine d'années, la plupart des recherches en sciences sociales se sont précisément attachées à montrer les insuffisances de cette approche étatique.⁷⁰³

V. Conclusion

Les développements qui précèdent ont fait apparaître les spécificités de l'approche néo-institutionnaliste de Douglass North : celle-ci se caractérise par une application et une extension de la méthodologie 'transactionnelle' à l'étude du cadre institutionnel et de son évolution. North introduit toutefois un double déplacement par rapport à l'analyse williamsonienne.

⁷⁰³ Depuis les années 60, les théoriciens des sciences sociales – principalement les économistes et les juristes – sont confrontés aux inefficiences des modes de gouvernance hiérarchiques et centralisés (le *New Deal* aux Etats-Unis, l'Etat Social en Europe). Sans doute ces dispositifs avaient-ils tenté d'améliorer les dispositifs institutionnels de la démocratie libérale. Mais, dorénavant, la mise en place d'une administration chargée de pallier les imperfections du marché et de satisfaire les exigences de la justice distributive n'est plus suffisante. Elle se révèle, en effet, inapte à assurer le respect de nombre de droits que la démocratie a pour tâche de protéger. Pour plus de développements sur cette critique du modèle '*command and control*', voir J. LENOBLE & M. MAESSCHALCK, *op.cit* (2003).

D'une part, il tente d'intégrer une dimension idéologique et culturelle dans son concept de rationalité limitée. Dans la mesure où les capacités cognitives des agents sont réduites, ces derniers vont s'appuyer- pour pallier leurs limites- sur diverses normes formelles et informelles – dont l'idéologie et la culture- afin d'orienter leurs comportements. En suggérant que toute détermination d'un équilibre s'appuie toujours sur les valeurs, les cultures, les perceptions des différents acteurs en présence, il invite à dépasser la conception strictement formaliste de l'efficience selon laquelle les solutions optimales de coordination sont déterminables *a priori* par un calcul d'anticipations rationnelles.

D'autre part, il soutient que le processus de sélection n'élimine pas nécessairement les formes inefficientes d'organisation et qu'il n'évolue donc pas vers un équilibre unique et stable. Ce point de vue témoigne d'une prise de distance par rapport à la position contractualiste classique (partiellement réavalisée par Williamson) qui repose sur la croyance en un processus de sélection permettant de distinguer les formes de gouvernance les plus efficaces et d'anticiper sur leur amélioration possible. Une telle représentation des mécanismes de la sélection modifie singulièrement la possibilité de maintenir un raisonnement en terme d'efficience allocative. L'efficience n'est plus réductible à un critère de calcul unique (la minimisation des coûts), car son ancrage culturel fait qu'elle peut s'entendre de manière plurielle. L'adaptabilité est un construit social qui peut s'entendre de multiples façons irréductibles à des choix computationnel (c'est-à-dire des choix résultant d'un calcul d'optimisation). L'incertitude dominant le processus d'évolution, les agents ne peuvent pas se baser sur les résultats de la sélection sans risque de se tromper et donc ils doivent faire appel à des dispositifs collectifs d'apprentissage.

Le déplacement inauguré par North demeure toutefois très partiel. Comme nous nous sommes attachés à le montrer, la conception computationnelle formelle de l'efficience continue à influencer sa position. Il n'empêche, son approche constitue un gain par rapport à celle de Williamson: elle permet de mieux percevoir qu'il existe d'autres variables pour déterminer l'efficience des dispositifs que celles qui résultent de la seule opération formelle de réduction des coûts.

Dans le chapitre qui va suivre, nous allons tenter d'approfondir ce déplacement au travers de l'analyse d'un courant de recherche contemporain, à la croisée du droit et de l'économie, qui a prolongé le raisonnement de North dans la sphère plus spécifique de la *corporate governance* : la théorie 'comparativiste' en terme de '*path dependency*'.

CHAPITRE 3

**ACTIONNARIAT SALARIE & CORPORATE GOVERNANCE:
L'APPROCHE COMPARATIVISTE EN TERME DE
'PATH DEPENDENCY' DE MARK ROE**

« A detailed understanding of the institutional environment should always be the starting point of research of economic organisation : an analysis of, for instance, the subcontracting relations of a firm should start with a detailed study of the institutional environment, that is, the legal rules (contract law, competition law), the political pressures (ministries stimulating network relations), the social attitude towards cooperative business relations, the cultural-historical development and the like. When these environmental conditions are clear, it is possible to understand why firms in, for instance, Japan chose subcontracting as an efficient governance structure and why firms in the US opted for vertical integration. »

J. GROENEWEGEN & J. VROMEN⁷⁰⁴

Introduction

Les travaux de Douglass North ont introduit un double déplacement par rapport au modèle contractualiste d'efficience et de rationalité.

D'une part, North a mis en évidence le rôle de la culture et des idéologies dans la production d'une gouvernance efficiente, que ce soit au niveau des arrangements organisationnels ou du cadre institutionnel. Les actions des agents sont difficilement réductibles à un modèle de rationalité instrumentale, tel que celui présupposé par le noyau dur de l'économie contractualiste, car agents sont toujours inscrits dans des cultures et des idéologies. Dans la mesure où elles interviennent dans la formation des préférences individuelles, celles-ci exercent une influence sur le cadre institutionnel. Pour comprendre les décisions d'individus dotés de rationalité limitée, il faut donc

⁷⁰⁴ J. GROENEWEGEN & J. VROMEN, « Theory of the Firm Revisited : New and Neo-institutional Perspectives », in L. MAGNUSSON & J. OTTOSON eds., *Evolutionary Economics and Path dependence*, Edward Elgar, Cheltenham, UK Brookfield, 39 (1997)

étudier la relation qui existent entre les constructions mentales auxquelles ces individus se réfèrent pour donner un sens à leur environnement, les idéologies qui découlent de ces constructions et les institutions qui se développent afin de stabiliser les relations interpersonnelles. Le rôle de la culture se marque aussi par le fait que le législateur et les juges qui prennent des décisions au sujet des droits de propriété (et donc au sujet de l'allocation des ressources) se basent sur une série de valeurs et d'idéologies pour décider de ce que demande le bien commun.

D'autre part, North a montré le caractère problématique de la conception 'darwinienne' de la sélection naturelle postulée par la théorie contractualiste (et endossée, indirectement, par Williamson). Il soutient que le changement institutionnel ne conduit pas nécessairement à une plus grande efficience : les résultats d'évolution divergent des résultats d'optimisation. Les processus d'évolution sont non déterministes et soumis à des phénomènes de dépendance de sentier (*'path-dependency'*). Chez North, le cadre institutionnel est le produit de l'histoire. Il est né de circonstances particulières qui engagent les différentes communautés humaines sur des sentiers d'évolution différents. Les marges de manœuvre des agents économiques (et donc les possibilités d'évolution des systèmes) sont étroitement dépendantes de leur passé. Il illustre cela en s'appuyant sur les travaux des historiens, anthropologues ou théoriciens des jeux pour montrer comment des processus de sélection concurrentielle peuvent se bloquer ou conduire à des résultats sous-optimaux. Le changement institutionnel est, selon lui, intimement lié à l'évolution des connaissances, c'est-à-dire des perceptions qu'ont les agents de l'environnement. À côté de la concurrence qui pousse les agents à rechercher des institutions et des dispositifs de gouvernance moins coûteux, il existe d'autres facteurs de changement ou de blocage comme la captation du pouvoir ou l'influence des idéologies.

Si les réflexions de North n'ont pas porté sur la *'corporate governance'*, elles ont toutefois trouvé un prolongement en cette matière grâce à quelques auteurs qui, au début des années 90, se sont attachés à remettre en cause le paradigme néo-classique dominant, au départ d'une prise en compte de l'enracinement culturel et politique des institutions de gouvernance. Ce courant, qualifié de 'comparativiste', entend souligner

le caractère '*path-dependent*' des régimes de gouvernance, sur base de l'observation empirique selon laquelle la situation actuelle fait apparaître plusieurs systèmes rivaux de gouvernance (le modèle anglo-américain, le modèle français, le modèle japonais, le modèle allemand, etc.) qui ne semblent pas converger. En cela, il reprend, dans le domaine particulier de la *corporate governance*, les intuitions de North puisqu'il met en exergue le rôle des contraintes contextuelles dans la production d'une gouvernance adéquate. En effet, l'approche en terme de '*path-dependency*', permet de voir que la gouvernance de l'entreprise ne se réduit pas à un problème d'aménagement des incitations en vue d'optimiser les coûts de transaction dans un environnement donné, mais qu'elle est également structurée par des éléments de nature contextuelle (politique, culture, idéologie, rapports de pouvoir, etc.).

Avant d'annoncer le plan de ce chapitre, nous voudrions préciser que l'approche comparativiste n'est pas une théorie achevée. La reconstruction que nous avons effectuée s'est faite au départ de plusieurs articles disparates. Si ces derniers partagent plusieurs intuitions communes, l'approche comparativiste n'a jamais vraiment fait l'objet d'une systématisation. Nous avons tenté, dans la mesure du possible, de reconstruire les dynamiques internes à cette approche en tentant d'en faire apparaître l'arrière-plan théorique implicite. Nous verrons toutefois que de nombreuses ambiguïtés demeurent, celles-ci pouvant d'être comprises comme autant de questions non résolues par cette théorie.

Dans une première section, nous expliquons quelle est la démarche qui caractérise le courant 'comparativiste' et quelle est sa spécificité par rapport à l'analyse économique du droit standard.

Dans une deuxième section, nous présentons le concept de *path-dependence* qui est au cœur de la démarche théorique de ce courant. Nous examinons successivement l'origine du concept ainsi que la manière dont il a été décliné dans la littérature comparativiste. Pour ce faire, nous nous appuyons principalement sur les travaux de Mark Roe, qui est incontestablement l'auteur le plus emblématique de cette littérature.

Dans une troisième section, nous nous appuyons sur une distinction énoncée par Roe entre trois formes différentes de *path dependence* pour mettre en lumière l'interrogation

fondatrice de la théorie comparativiste : en quoi la prise en compte du passé et de la culture oblige-elle à réviser la conception traditionnelle de l'efficience ? C'est le modèle computationnel de l'efficience qui est ici problématisé, l'intuition étant que la production d'une gouvernance adéquate nécessite d'autres opérations de choix que celle du calcul d'anticipation propre à la raison stratégique. Nous verrons que la manière dont Roe tente de construire cette question débouche sur des ambiguïtés qui sont liées au fait que l'auteur reste fondamentalement prisonnier d'un modèle déterministe de choix basé sur un calcul d'efficience en termes de coûts-bénéfices.

Dans une quatrième section, nous nous intéressons à la problématique de la convergence des régimes de gouvernance. Cette problématique, qui est devenue une question de recherche à part entière dans la littérature contemporaine en matière de *corporate governance*, est au cœur de la théorie comparativiste puisque cette dernière s'est forgée au départ du constat de non-convergence des régimes de *corporate governance*. De ce point de vue, elle fournit une alternative au modèle contractualiste incitatif. En effet, indépendamment des formulations nuancées dont il a fait l'objet, ce modèle reste ancré dans la théorie néo-classique de la sélection naturelle qui pose que le processus de sélection à l'œuvre dans le marché valorise les entreprises qui développent des stratégies identiques à celles qu'auraient permis un calcul d'optimisation. Toutefois, nous montrerons que la réponse que Roe tente d'apporter à la question de savoir quels sont les effets de la globalisation sur l'évolution des divers systèmes de gouvernance est teintée d'ambiguïtés. A l'instar de l'hypothèse que nous formulons dans notre troisième section, nous soutiendrons que ces ambiguïtés font écho à la difficulté qu'éprouve l'auteur à s'affranchir d'une conception formaliste et computationnelle de l'efficience.

Enfin, dans une cinquième et dernière section, nous tentons d'énoncer les conséquences institutionnelles qui découlent de l'approche comparativiste, c'est-à-dire les aménagements qui sont préconisés au niveau des dispositifs de *corporate governance*. Nous verrons que ces conséquences sont ambiguës dans la mesure où l'approche comparativiste oscille entre une option relativiste (la dépendance des divers systèmes de gouvernance à l'égard de facteurs dits 'culturels' interdit de prétendre évaluer ces systèmes au regard de leur efficience relative) et une option normative (il existe des systèmes sous-optimaux et il est nécessaire d'assurer leur adaptation aux transformations de l'environnement).

L'enjeu de ces développements n'est pas tant de juger du bien-fondé de la *path dependency* que de mettre en évidence les perspectives ouvertes par cette approche, ainsi que sa fécondité éventuelle pour rendre compte de la question qui est la nôtre, à savoir l'analyse critique de l'actionnariat salarié. Par ailleurs, Indépendamment de l'intérêt scientifique qu'il peut y avoir à montrer les apports mais aussi les limites internes de cette approche, celle-ci nous renvoie à une interrogation qui a des implications pratiques fondamentales: la croyance en l'efficacité du système de gouvernance anglo-américain est-elle ou non une simple question de préférences culturelles ?

I. L'approche comparativiste : origine et spécificités

Au début des années 90, dans le cadre du débat relatif à l'influence croissante des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises américaines⁷⁰⁵, plusieurs auteurs – pour la plupart issus de la *Columbia Law School* – prennent le parti de s'intéresser à la manière dont les systèmes juridiques étrangers (principalement les modèles allemand et japonais) organisent la gouvernance de leurs entreprises. En effet, la montée en puissance des institutionnels dans le capital des grandes sociétés américaines et l'activisme qui en a résulté (les campagnes de 'voice' orchestrées par certains grands institutionnels) conduit ces auteurs, qualifiés de 'comparativistes', à entamer une réflexion sur les avantages et les inconvénients de l'actionnariat de contrôle dans la gouvernance des entreprises. Dans le cadre de cette réflexion, une attention toute particulière est portée aux modèles de gouvernance étrangers, principalement ceux d'Europe Continentale et du Japon. Cette démarche 'comparativiste' est caractérisée par une double interrogation. D'une part, si des économies alors performantes, comme celles de l'Allemagne et du Japon, font appel à des structures de gouvernance différentes de celles privilégiées dans le modèle anglo-américain, est-il encore possible de soutenir – comme le fait la doctrine dominante – que ce dernier modèle est réellement le plus efficace ? Peut-être participe-t-il moins d'une évolution vers l'optimalité (même comprise en terme de '*second-best*') que d'une série de choix

⁷⁰⁵ Voir notamment, B. S. BLACK, « Agents Watching Agents : The Promise of Institutional Investors Voice », 39 *UCLA L. Rev.* 811 (1992) ; B. S. BLACK, « Shareholder Passivity Reexamined », 89 *Mich. L. Rev.* 520 (1990) ; R. GILSON & R. KRAAKMAN, « Reinventing the Outside Director : An Agenda for Institutional Investors », 43 *Stan. L. Rev.*, 863 (1991).

politiques ou de préférences culturelles?

D'autre part, à partir du moment où on considère que les dispositifs de gouvernance nord-américains ne sont pas le fruit d'une évolution spontanée, mais qu'ils sont fortement influencés par des éléments politiques et culturels, la présomption d'efficacité du modèle d'actionnariat dispersé ne mérite-t-elle pas d'être interrogée ? L'actionnariat de contrôle, à la manière européenne ne constitue-t-il pas une alternative intéressante pour assurer la surveillance des dirigeants?⁷⁰⁶

En sommes, l'approche 'comparativiste' prend distance avec le paradigme, inauguré par Berle et Means au début des années trente, qui sous-tend le droit commercial américain. En effet, depuis l'ouvrage fondateur *'The Modern Corporation and Private Property'* en 1932⁷⁰⁷, les juristes américains ont structuré l'étude de la *corporate governance* autour de la problématique de la séparation de la propriété et du contrôle, la tâche de la doctrine étant de réfléchir aux dispositifs permettant de réduire les effets négatifs de cette séparation en alignant plus fortement les intérêts des managers sur ceux des actionnaires⁷⁰⁸. Comme le souligne Edward Rock, « *american corporate law academics can hardly conceive of alternative approaches* »⁷⁰⁹.

Pour mieux comprendre l'alternative proposée par les comparativistes, rappelons brièvement les lignes de force du modèle 'Berle & Means'.

Dans leur ouvrage de 1932, A. Berle (professeur de droit) et G. Means (économiste) font état d'une tendance qu'ils estiment majeure dans le droit américain des sociétés : la séparation de la propriété et du contrôle. Cette séparation, corrélative d'une fragmentation de l'actionnariat et donc d'un transfert du pouvoir au profit de managers

⁷⁰⁶ Dans les années 60-70, certains auteurs, notamment Alfred Connard et Detlev Vagts, avaient déjà attiré l'attention de la doctrine américaine sur les avantages du modèle allemand du 'two-tier board' : « *the German supervisory council represents a deliberate attempt to furnish the shareholders with a 'watchdog' group to represent their interests and the bankers' depositary vote is an intermediary that has evolved so as to concentrate voting power* » [in D. VAGTS, « Reforming the 'Modern' Corporation : Perspectives from the German », 80 *Harvard L. R.*, 23 (1966) 49-50]

⁷⁰⁷ A. A. BERLE & G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World (1932).

⁷⁰⁸ Plus exactement, il s'agit de déterminer quels sont les mécanismes les plus efficaces pour réduire les coûts d'agence résultant de la séparation de la propriété et du contrôle, c'est-à-dire de veiller à la loyauté des dirigeants, ces derniers étant considérés comme les 'agents' des actionnaires (le 'principal'). Cette réflexion, en terme de coûts d'agence, trouve son origine dans la théorie économique des contrats. En effet, depuis Berle & Means, la doctrine juridique en matière de *corporate governance* est articulée à la théorie économique et plus particulièrement à la théorie des contrats incitatifs.

⁷⁰⁹ Edward B. ROCK, « America's Shifting Fascination with Comparative Corporate governance », 74 *Wash. U. L. Q.*, 369 (1996).

professionnels, s'explique, pour partie, par les besoins accrus en capital des grandes sociétés qui, dans un contexte institutionnel peu favorable au développement de grandes institutions financières, ont dû faire massivement appel à l'épargne publique. Berle et Means dévoilent les mécanismes utilisés par les managers pour renforcer leur contrôle sur la gestion des entreprises, ce renforcement étant rendu possible par toute une série de dispositions légales et réglementaires ayant pour effet de diminuer l'influence des actionnaires (diminution des droits de vote préférentiels, politique des dividendes, etc.) Les deux auteurs ont ainsi mis en exergue ce qui est devenu une des préoccupations constante de la *corporate governance* anglo-américaine : « *control may be held by the directors or titular managers who can employ the proxy machinery to become a self-perpetuating body, even though as a group they own but a small fraction of the stock outstanding.* »⁷¹⁰ D'un point de vue positif (descriptif), les travaux de Berle et Means ont attiré l'attention sur la configuration propre au capitalisme américain : un actionnariat dispersé, communément qualifié de '*outsider/arms's length*'⁷¹¹, et un management professionnalisé dont la mission est de gérer et diriger la firme dans l'intérêt des actionnaires. Par opposition, la configuration de la plupart des pays de droit civil (France, Allemagne, Italie, Belgique) est de type '*insider/control oriented*'. L'actionnariat y est beaucoup plus concentré et il n'est pas rare de voir un actionnaire de référence (une famille, une autre société, une banque) avoir une prise directe sur la gestion de la société (principalement via la nomination de l'équipe dirigeante). D'un point de vue normatif, la thèse de Berle et Means a conduit à une valorisation du modèle de l'actionnariat dispersé : il favorise le développement de marchés financiers plus actifs et plus liquides, il diminue les risques de comportements opportunistes (comme c'est le cas lorsqu'un actionnaire est détenteur d'un bloc de contrôle), il offre aux dirigeants une plus grande marge de manœuvre pour mettre en place des stratégies novatrices (les dirigeants sont nommés sur base de leurs compétences managériales et non sur base de leurs liens avec une famille ou un groupe). Par ailleurs, les coûts engendrés par l'atomisation de l'actionnariat sont canalisés par toute une série de mécanismes à caractère incitatif visant à empêcher l'opportunisme managérial : administrateurs indépendants, rémunérations financiarisées, OPA, sans oublier la discipline qu'exerce le marché de l'emploi.

⁷¹⁰ A. A. BERLE & G.C. MEANS, *op.cit.*, 6 (1932).

⁷¹¹ Sur cette terminologie, voir B. R. CHEFFINS, « Current Trends in Corporate Governance : Going from London to Milan via Toronto », 10 *Duke Journal of Comparative and International Law*, 12-13 (1999).

Plus fondamentalement, la croyance en la supériorité du système '*outsider/arms's length*' repose sur la mise en lumière qui a été faite par Berle et Means de l'efficacité économique (comprise en terme d'efficience allocative) de la configuration nord-américaine telle qu'elle s'est développée depuis 1930. La doctrine américaine dominante a, en quelque sorte, avalisé un glissement entre les niveaux positif et normatif : si le droit tend à évoluer vers un actionnariat dispersé, c'est parce qu'une telle configuration génère des gains en terme d'efficacité. Comme le relève judicieusement Graig LaChance, « *like Pangloss in thinking that his Lady, by virtue of being his Lady, was the best possible Baroness, so corporate scholars thought that the US structure, by virtue of being the structure of the US, was the best possible governance system.* »⁷¹²

L'idée ici, mais nous y reviendrons, est qu'un mécanisme de sélection naturelle est à l'œuvre en vue de faire émerger le modèle institutionnel le plus performant ; par conséquent, une présomption d'efficacité pèse sur ce modèle.

Pour en revenir à la thèse développée par les comparativistes, celle-ci intervient donc dans un horizon théorique caractérisé d'une part, par une valorisation du modèle d'actionnariat dispersé et d'autre part, par une articulation forte entre la théorie juridique et la théorie économique (plus particulièrement la théorie économique des contrats et de l'agence que nous avons traitées dans notre troisième partie). Elle entend porter un regard novateur sur cette approche dominante en montrant que le modèle à la Berle et Means, loin d'être le fruit d'une évolution spontanée, trouve sa source dans des préférences politiques et culturelles. Mark Roe, l'auteur qui personnifie le mieux l'approche comparativiste, a ainsi montré, éléments historiques à l'appui, que le modèle d'actionnariat dispersé était fonction de l'existence d'un cadre juridique imposant une fragmentation des institutions financières ; ce cadre étant lui-même la résultante de la volonté politique d'empêcher la concentration du pouvoir financier dans les mains des banques et autre grands investisseurs de contrôle. En l'absence d'une telle fragmentation, des blocs de contrôle à l'européenne auraient pu se développer⁷¹³. Cette thèse bat en brèche la croyance dans l'inévitabilité et la supériorité naturelle du régime anglo-américain. En effet, si vraiment c'est la sélection naturelle, et elle seule, qui dicte les évolutions en matière de gouvernance, il est impossible de comprendre pourquoi les régimes japonais et allemands, pour prendre ces deux exemples, ne se sont pas alignés

⁷¹² G. LACHANCE, « Nature v. Nurture : Evolution, Path Dependence and Corporate Governance » 18 *Ariz. J. Int'l & Comp. L.*, 279 (2001).

⁷¹³ Nous développerons plus amplement cette explication sur le rôle des banques dans notre point 2-1-2. consacré à la dimension temporelle de la *path dependence*.

sur celui des Etats-Unis ? Après tout, selon la logique darwinienne, les divers systèmes de gouvernance sont censés converger vers une configuration de type anglo-américaine.

II. Présentation de la notion de 'path dependence'

Pour rendre compte de la diversité des régimes de '*corporate governance*', les comparativistes vont se réapproprier le concept de '*path dependence*' et en faire la variable pivot de leur analyse. Ce concept, qui est issu des sciences mathématiques et biologiques, a été repris en économie pour ensuite intégrer la doctrine juridique⁷¹⁴. Il renvoie à l'idée selon laquelle le processus d'évolution des formes institutionnelles est contraint par la trajectoire particulière (le 'sentier') qui a été emprunté, cette dernière ayant elle-même été dictée par des choix initiaux pouvant être arbitraires ou accidentels. L'exemple suivant, tiré de Mark Roe, fournit une illustration imagée de ce phénomène. Prenons une route tracée par un chasseur il y a plusieurs dizaines d'années. Pour se rendre d'un point A à un point B, le chasseur a tracé une voie sinueuse à travers les bois, la sinuosité du tracé étant justifiée par la nécessité d'éviter les zones fréquentées par les loups. Les années ont passé ; de nombreux voyageurs ont emprunté la voie originellement tracée par le chasseur ; des villages se sont construits aux alentours, des usines également. Des promoteurs locaux sont venus élargir la route pour la rendre plus rapide, le système de transport s'y est adapté (les voitures ont été conçues de façon à pouvoir prendre suffisamment de vitesse malgré les tournants ; les conducteurs sont mieux entraînés, etc.). Arrive le moment où il est nécessaire de réasphalter la route. Se pose alors la question de savoir s'il ne faudrait en revoir le tracé pour le rendre plus droit et ainsi relier de manière plus rapide les points A et B ? Mais, on s'aperçoit que les gains qui découleraient d'une telle opération ne permettent pas de supplanter les coûts

⁷¹⁴ Dans la littérature juridique contemporaine, les articulations interdisciplinaires entre le droit, la biologie et l'économie ont bien été mise en lumière dans les travaux de Posner. Dans *Sex and Reason* [Harvard University Press (1997)], celui-ci écrit : "*there are illuminating parallels between the biological and the economic approaches, and that the two approaches are mutually reinforcing and may in combination constitute a more powerful theory than either by itself.*" L'argument biologique est repris dans les travaux de Mark Roe. Ce dernier estime toutefois que la prudence est de mise lorsqu'il s'agit de faire des analogies entre le droit des sociétés et la biologie: "*Natural selection works without consciousness. It propels a species to the top of the local evolutionary mountain - and there the species will remain, absent cataclysmic change or genetic drift, even though the next much higher and better mountain would be attainable if the species could backtrack a bit down the current mountain. We human beings are, in contrast, conscious of our business and legal institutions ... Because we can consciously move ourselves from one mountain to another, pure analogies to natural selection are inapt.*" M. ROE, « *Chaos and Evolution in Law and Economics* », 109 *Harv. L. Rev.*, 665 (1996).

énormes engendrés par la destruction des maisons, des champs, des usines, etc. Certes, le tracé actuel n'est pas le plus efficient (il n'est pas celui que choisiraient les autorités si elles avaient à déterminer le meilleur tracé possible) mais la société concernée n'a pas intérêt à le modifier. C'est ce qu'on appelle une trajectoire '*path dependent*', c'est-à-dire affectée par des contraintes de sentier: la chasse et les loups n'ont plus aucune importance, mais le tracé de la route est toujours influencé par la décision initialement prise par un chasseur qui désirait éviter les loups. « *We did not have an evolutionary competition between straight and winding roads in today's environment. We are stuck in a local equilibrium. Again, survival does not imply present-day superiority to untried alternatives.* »⁷¹⁵

Pour mieux comprendre le rôle que joue la *path dependence* dans la théorie comparativiste, nous expliquons, dans la présente section, l'émergence historique de cette notion (2-1). Nous exposons ensuite deux distinctions mobilisées (explicitement ou implicitement) dans la littérature comparativiste et qui visent à en circonscrire la signification et l'extension:

- la distinction entre l'aspect temporel et l'aspect spatial de la *path dependence* (2-2) ;
- la distinction entre la *path dependence* induite par les structures et la *path dependence* induite par les règles (2-3).

2-1. Les origines de la notion de '*path dependence*'

Un des premiers usages du concept de 'dépendance de sentier' ('*path dependence*'), se retrouve dans les travaux de biologie et d'histoire naturelle consacrés à l'évolution des espèces. Le concept a été utilisé pour qualifier les espèces dont l'évolution a été affectée, de manière déterminante, par un trait caractéristique originel ayant enclenché une trajectoire de développement particulière. En l'absence de ce trait, l'espèce aurait pu connaître une autre trajectoire de développement.

La *path dependence* se retrouve ensuite dans la théorie mathématique du chaos en économie. Cette théorie tente d'expliquer pourquoi certains phénomènes n'évoluent pas

⁷¹⁵ M. ROE, « Chaos and Evolution in Law and Economics », 109 *Harv. L. Rev.*, 641 (1996).

de la façon prescrite par le modèle des anticipations rationnelles, propre à la théorie de l'équilibre général. L'idée de base est que l'évolution suivie par un processus dépend de sa situation de départ : toute modification des conditions initiales (un choc) va enclencher une trajectoire qui aboutira à un équilibre autre que celui qui serait apparu s'il n'y avait pas eu ce choc. Cette dépendance par rapport au parcours suppose donc une pluralité des équilibres et un intérêt pour les processus aboutissant à ces équilibres multiples. Le modèle walrasien, au contraire, suppose une organisation centralisée des échanges et un comportement myope des participants, ceux-ci se bornant à formuler des offres et des demandes en faisant comme s'il y avait équilibre unique à chaque étape du processus, sans prendre en compte le fait que la manière dont se déroulent les transactions exerce une influence sur la forme du processus.

Dans les années 80, Brian Arthur, économiste du *Santa Fe Institute* de l'Université de Stanford, mobilise la notion de *path dependency* dans ses travaux sur le profit marginal croissant (*'increasing marginal return'*). La théorie du profit marginal croissant constitue une alternative à la théorie néo-classique de la production qui pose l'existence de profits marginaux décroissants : l'économie atteint un niveau compétitif optimal au moment où le profit marginal, que les producteurs peuvent obtenir en augmentant leur niveau de production, est égal au coût marginal de production d'une unité supplémentaire. Dans ses travaux, Brian Arthur conteste la validité de cette hypothèse en montrant que, dans certains cas, le profit marginal tend à croître et non à décroître⁷¹⁶. Selon Arthur, certains secteurs de production répondent à une logique de fonctionnement autre que celle préconisée par l'approche néo-classique standard parce que se jouent des phénomènes de *path-dependence* et d'externalités de réseau (*'network externality'*). Le niveau auquel la production s'équilibre ne correspond pas au niveau optimal, car il dépend du sentier qui a été emprunté par les différents producteurs. Prenons l'exemple du marché des lecteurs vidéo dans les années 80. VHS est actuellement le format dominant en matière de vidéo, alors qu'il n'y a aucune raison de croire que ce système est supérieur au format Betamax. Les choix des consommateurs en faveur de VHS ont été dictés, en grande partie, par les décisions des usagers précédents. En effet, la compatibilité avec l'ensemble des autres utilisateurs du marché

⁷¹⁶ B. ARTHUR, « Competing Technologies, Increasing Returns and Lock-In by Historical Events », 99 *Econ. J.* 116 (1989) ; *Increasing Returns and Path-Dependence in the Economy*, Univ. of Michigan Press, Ann Arbor (1994). Pour plus de développements sur la théorie de B. Arthur, voir M. M. WALDROP, *Complexity : the Emerging Science at the Edge of Order and Chaos*, Simon & Schuster (1992).

constitue, pour un acheteur, un élément décisif du choix qu'il va poser en faveur d'un produit plutôt qu'un autre. Le sentier de production qui a été dessiné par le marché a ainsi tendance à persister et à se renforcer, même si les biens qui sont produits ne sont pas les plus optimaux⁷¹⁷. Arthur distingue l'économie conventionnelle, qui ne fait pas droit à cet aspect de '*path-dependency*', et ce qu'il qualifie de '*positive feedback economics*', qui tente de le prendre en compte. Cette dernière approche, qui s'appuie entre autres choses sur des modèles mathématiques dynamiques et non linéaires, vise à expliquer l'émergence de certaines configurations par l'influence qu'a exercée un événement originel, parfois insignifiant, qui a lui-même généré une chaîne d'autres événements. Le sentier ainsi tracé exerce une influence importante, voire irréversible, sur l'allocation des ressources, en dépit du caractère rationnel et maximisateur des choix individuels effectués par les agents. Pour Arthur, des configurations sous-optimales peuvent donc se maintenir, voire se renforcer, même si une configuration plus adéquate a été essayée.

La notion de *path dependence* a également été utilisée par Paul David, historien de l'économie qui s'intéresse à la dynamique des systèmes économiques et plus particulièrement au rôle de l'histoire. Selon lui la *path dependence* permet de rendre compte d'un événement, non pas de manière isolée mais en articulation directe avec son origine et son passé. « *The influences of past events and of the states they bring about must be communicated – like the deepening of the wheel-ruts by each successive vehicle – through some definite chain of intervening casual events, effects and resultant states – down to the present state, whence they can be passed on to future events.* »⁷¹⁸ David distingue deux formes de *path dependence* : les effets de blocage dus à des événements historiques particulier ('*lock-in by historical events* ') et les '*path dependent*

⁷¹⁷ Ce même raisonnement a été appliqué aux claviers QWERTY, au marché des compacts disc ou à celui de certains logiciels. L'intérêt du concept de *path dependency* pour expliquer la domination du format VHS (comparativement au format Betamax) a toutefois été mis en cause par Liebowitz et Margolis qui soutiennent qu'il s'agit-là d'un mauvais exemple. Les deux auteurs entendent s'inscrire en faux contre la thèse développée par Arthur selon laquelle le format Beta était intrinsèquement supérieur au format VHS, la dominance du second sur le premier s'expliquant uniquement par l'existence d'une trajectoire d'évolution complexe caractérisée par des contraintes de sentier. Liebowitz et Margolis soutiennent, au contraire, que Beta n'était pas intrinsèquement meilleur que VHS et qu'il n'y a pas de raison de croire que les choix effectués par les consommateurs en faveur de VHS trouvent leur source dans un événement initial qui a enclenché une trajectoire de développement sous-optimale. Pour ces deux auteurs, « *path dependence would certainly seem to be a poor candidate as the distinguishing implication of a 'new economics'* » [S. J. LIEBOWITZ & S. E. MARGOLIS, « Path Dependence, Lock-In and History », 11 *J. L. Econ. & Org.*, 205 (1995). Ils adressent la même critique à la question de l'émergence du clavier QWERTY, voir "The Fable of the Keys," 22 *Journal of Law and Economics*, 1 (1990)]

⁷¹⁸ P. A. DAVID, « Path Dependence : Putting the Past into the Future of Economics », *Technical Report n° 533*, November 1988, The Economics Series, Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences, Stanford University, Stanford.

transitions'. Le '*lock-in by historical events*', qui a été identifié par Arthur dans un article publié en 1989⁷¹⁹, a trait à l'influence que peut avoir un événement historique insignifiant sur une trajectoire de développement industriel ou technologique. La prise en compte d'un événement passé et de la trajectoire que celui-ci a initiée permet d'effectuer des prédictions quant aux évolutions futures. Les '*path dependent transitions*' sont des modèles dans lesquels le présent n'est pas suffisant pour prédire le futur : la connaissance du passé est nécessaire. La dynamique d'un système n'est pas uniquement fonction des éléments présents (actuels) mais également d'éléments rattachables à l'histoire de ce système. Dans ces modèles dynamiques, l'influence de l'histoire se fait sentir par une série d'impulsions (de '*feedbacks*') poussant le système dans une direction plutôt qu'une autre. L'histoire n'y est toutefois pas conçue comme un élément causal déterminant ; elle s'articule avec d'autres forces – comme la technologie, l'économie ou la politique – qui possèdent un impact sur le système et qui ont pour ambition de le faire évoluer. Ces forces affectent le système et son évolution de manière complexe et indirecte, au travers d'une série d'événements séquentiels qui ont pour effet de modifier la trajectoire historique⁷²⁰.

La théorie économique de l' 'hystérésis' mobilise une idée proche de la *path dependence*. Indépendamment des confusions qui règnent à son propos, l'hystérésis est une notion empruntée à la physique et qui désigne une situation où les effets demeurent alors que la cause a disparu. En physique, l'exemple classique est celui d'un objet métallique plongé dans un champ magnétique (dû à un aimant par exemple) et qui devient lui-même magnétique alors qu'il est sorti du champ. En économie, l'hystérésis a été invoquée dans les théories du commerce international (à propos des effets engendrés par la variation du taux de change d'un pays) ainsi que dans les théories du chômage (par exemple, une récession –due à une politique de restriction budgétaire - peut avoir des effets qui se maintiennent alors que la cause a disparu)⁷²¹.

Dans ses travaux d'économie néo-institutionnaliste des années 90, Douglass North reprend une partie des intuitions de Arthur et David en mettant en exergue le caractère

⁷¹⁹ W. B. ARTHUR, "Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events," 99 *Economic Journal*, 116-131 (1989).

⁷²⁰ Voir, P. A. DAVID, « Why are Institutions the 'Carriers of History' : *Path dependence* and the Evolution of Conventions, Organisations and Institutions », 5 *Structural Change and Economics Dynamics*, 205 (1994).

⁷²¹ Voir O. BLANCHARD & L. SUMMERS, « Hysteresis in Unemployment », *NBER Working Paper Series*, n° 2035 (1986).

path-dependent du développement institutionnel. Alors que l'économie des coûts de transaction de Williamson explique la diversité des structures de gouvernance (marché, hiérarchie et structures intermédiaires) en considérant que ces dernières constituent des réponses optimales (en terme de minimisation des coûts) à des problèmes de coordination des transactions⁷²², North prend en compte les effets de blocage (*'lock-in'*), la possible sous-optimalité des dispositifs de gouvernance et le rôle de l'histoire et des idéologies. Même s'il reconnaît que sa théorie n'a pas pour objet de fournir une théorisation plus approfondie du rôle de la culture, des idéologies et de l'histoire⁷²³, il souligne explicitement – ainsi que l'a montré notre chapitre précédent – que ces dernières affectent, voire contraignent, la manière dont les acteurs individuels interprètent leur environnement et que celles-ci constituent des éléments de continuité permettant de comprendre le caractère incrémentiel de l'évolution institutionnelle.

2-2. Les dimensions temporelle et spatiale de la *path dependence*

La distinction entre les dimensions temporelle et spatiale de la *path dependence* n'apparaît pas comme telle dans les travaux comparativistes. Par souci didactique, nous avons choisi de mettre cette distinction en exergue, car elle renvoie à deux traits essentiels de cette approche (comparativement à la théorie contractualiste) : la prise en compte du rôle de l'histoire (donc de la temporalité) et la nécessaire complémentarité entre les différentes institutions qui composent un système de gouvernance.

2-2-1. La dimension temporelle de la *path dependence*.

La dimension temporelle de la *path dependence* renvoie au rôle de l'histoire. Elle fait écho aux contraintes qu'exercent les choix passés sur les trajectoires d'évolution future

⁷²² Nous avons vu, toutefois, que Williamson se défend d'adopter un modèle évolutionniste aussi 'dur' que celui des auteurs de la théorie de l'agence et des droits de propriété. Il critique l'idée selon laquelle l'évolution fait nécessairement émerger la solution la plus efficiente « en soi ». Seule émerge la solution la plus efficiente parmi celles qui ont été effectivement expérimentées. En se référant explicitement à l'idée de rationalité limitée, Williamson souligne que seule une forme faible de sélection est acceptable : la concurrence de marché donne lieu à un processus d'imitation ; les firmes auront tendance à imiter et à s'aligner sur les stratégies organisationnelles qui s'avèrent les plus efficaces (en terme de profit, de rentabilités ou de réduction des coûts).

⁷²³ North est très clair à ce sujet quand il reconnaît que les théoriciens du choix rationnel – dont il fait partie – « *know very little about the sources of changing preferences or tastes ... (and that) improved understanding of institutional change requires greater understanding than we now possess of just what makes ideas and ideologies catch hold.* », [*Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, New York, Cambridge University Press, 84 (1990)]

des systèmes de gouvernance⁷²⁴ : « *spatial paths carry history through the fact that pre-existing structure controls or governs future action (...) the dynamics of a system are not only governed by where it is, but also by where it is coming from.* »⁷²⁵ Cette dimension temporelle des systèmes de gouvernance est liée, on l'a souligné, à la remise en cause de la vision néo-classique de l'histoire des institutions qui demeure rivée à une théorie de la sélection naturelle. Comme nous le verrons dans notre section IV, la théorie actuellement dominante (la théorie contractualiste) implique, en effet, une fin de l'histoire de la gouvernance, c'est-à-dire la croyance selon laquelle les divers systèmes de gouvernance vont progressivement converger pour atteindre un équilibre unique, cette convergence jouant en faveur du système anglo-américain de '*dispersed ownership*'.⁷²⁶

La mise en exergue de l'enracinement historique des systèmes de gouvernance a été inaugurée en 1989 par la publication d'un '*working paper*' de M. Roe intitulé « *Political Origins of American Corporate Finance* »⁷²⁷. Cette contribution (qui contient les prémisses de l'ouvrage fondateur de Roe, '*Strong Managers, Weak Owners*'⁷²⁸) met en lumière, dans une perspective historique, les décisions politiques qui ont été à la base de la constitution du modèle américain de gouvernance (le modèle 'Berle et Means'). Elle montre que le régime d'actionnariat dispersé caractérisant la *corporate governance* américaine est le fruit d'un cadre juridique, élaboré à partir de la fin du 19^e siècle, ayant eu pour objet et pour effet la fragmentation des institutions financières. Ce cadre juridique ne résulte pas du hasard ou de l'évolution naturelle, mais il trouve son origine dans les pressions exercées par l'opinion publique américaine et certains grands groupes d'intérêts en vue d'empêcher une trop grande concentration de la richesse économique. Roe l'exprime sans détour : « *We cannot understand corporate finance through deductive economics alone ; it is the result of multiple historical forces, of interest groups and populism colliding to restrict the terrain on which the*

⁷²⁴ Les choix dont il est ici question sont essentiellement les choix politiques et juridiques.

⁷²⁵ H. HAKANSSON & A. LUNDGREN, « Paths in Time and Space – Path Dependence in Industrial Networks », in L. MAGNUSSON & J. OTTOSON eds., *Evolutionary Economics and Path Dependence*, Edward Elgar, Cheltenham, UK Brookfield, 128 (1997).

⁷²⁶ « *Since the dominant corporate ideology of shareholder primacy is unlikely to be undone, its success represents the 'end of history' for corporate law* », in H. HANSMANN & R. KRAAKMAN, « The End of History for Corporate Law », *Law and Economics Working Paper*, Yale Law School, n°235, 1 (Jan. 2000).

⁷²⁷ Ce Working Paper a été publié pour partie, en 1990 dans le numéro 27 du *Journal of Financial Economics* (sous le titre « Political and Legal Restraint on Corporate Control ») et pour une autre partie en 1991 dans le numéro 91 de la *Columbia Law Review* (sous le titre « A Political Theory of American Corporate Finance »).

⁷²⁸ M. ROE, *Strong Managers, Weak Owners – The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton (1994).

corporation could evolve. »⁷²⁹ Prenons l'exemple du rôle joué par les législations bancaires et financières. Le système bancaire qui s'est construit au début du 19^e siècle était très fragmenté ; ils se composait de diverses petites banques opérant à un niveau local. Cette fragmentation résultait, à l'époque, d'une volonté politique d'approfondir le caractère fédéral de l'Etat américain. En 1864, le *National Bank Act* est venu renforcer la fragmentation bancaire en imposant des restrictions géographiques aux banques nationales. En l'absence d'un marché bancaire unifié, les entreprises désireuses de faire du commerce inter-étatique se tournent alors vers le '*commercial paper market*', l'ancêtre du marché financier. En 1931, une banque centrale est créée, mais son pouvoir économique demeure relativement faible, notamment parce que son activité est limitée à l'octroi de crédits à court terme (contrairement à la banque centrale allemande qui, à la même époque, est autorisée à investir sur le long terme). En 1927, le Congrès confirme, avec le *McFadden Act*, la fragmentation du pouvoir bancaire. Cette législation permet aux différentes banques d'installer une branche dans une ville ou un village moyennant, toutefois, une autorisation étatique (l'octroi des autorisations est du ressort de chaque Etat fédéré). En 1933, les banques sont autorisées à opérer au niveau étatique (c'est-à-dire au niveau de chaque entité fédérée), pour autant que cette possibilité soit prévue dans le droit étatique. Une étape supplémentaire dans cette trajectoire est franchie avec le *Glass Steagall-Act*⁷³⁰ de 1933 qui impose une étanchéité stricte entre les banques commerciales et les banques d'investissement en interdisant aux banques et à leurs filiales ('*affiliates*') de détenir et de vendre des actifs mobiliers. Edictée dans le foulée du crash de 1929 et de la grande dépression qui a suivi, dans le but de sécuriser les marchés de l'épargne et du crédit, le *Glass-Steagall* n'a fait que renforcer les obstacles à la participation des banques au capital des entreprises, obstacles qui avaient déjà été instaurés via la fragmentation du marché bancaire. En 1956, le *Bank Company Holding Act* modifie le *Glass-Steagall Act* et autorise les banques à agir à titre d'investisseurs passifs, à condition de ne pas détenir plus de 5% d'actions de sociétés ou institutions non-bancaires. Cette limite de 5% empêche la détention de blocs de contrôle.⁷³¹ La

⁷²⁹ M. ROE, *op.cit.*, 28 (1994)

⁷³⁰ *Glass-Steagall Act* (1933), codifié tel qu'amendé dans 15 U.S.C. §§ 24, 78, 377, 378 (1990), abrogé par le *Gramm- Leach-Bliley Financial Modernization Act* (1999)

⁷³¹ Notons que, en 1999, le *Financial Services Modernization Act* ou *Gramm- Leach-Bliley Financial Modernization Act* est venu abroger le *Glass-Steagall Act* en permettant aux institutions financières (dont les banques et les compagnies d'assurance) de se regrouper au sein d'un holding. Ces holdings peuvent proposer des services financiers variés et exercer, concomitamment, des opérations de crédit bancaire, d'assurance ou d'investissement. La question se pose de savoir si cette législation va inciter les banques à exercer un rôle accru dans la gouvernance des entreprises. Théoriquement, la nouvelle législation ouvre la porte à la détention de blocs de contrôle mais, en pratique, il est encore trop tôt pour savoir si les institutions financières vont utiliser cette nouvelle possibilité de '*voice*' qui leur est offerte.

configuration spécifique du capitalisme américain trouve donc sa source dans une succession de choix politiques et juridiques créant des obstacles à la concentration de la propriété dans les mains des grandes institutions financières (ou de grands actionnaires de référence). En l'absence de cette régulation, des blocs de contrôle auraient pu se développer comme cela a été le cas en Europe continentale. Selon Roe, cette méfiance vis-à-vis de l'actionnariat concentré est intimement liée à la prégnance, dans l'opinion publique américaine, de l'idéologie populiste⁷³² qui a été portée par T. Jefferson et qui se manifeste encore aujourd'hui par une certaine hostilité à l'encontre de la centralisation du pouvoir et de la richesse (que ce soit dans les mains de l'Etat ou des institutions). Graig LaChance souligne ainsi, « *polls show that people in the United States generally distrust private and governmental concentrations of power. It is thus distrust of concentrate power that has historically precluded strong financial institutions from investing in U.S. corporations.* »⁷³³ Certes, le cadre juridique fragmentant le pouvoir des banques est justifié par la réalisation d'un intérêt public - la sécurisation et la stabilisation du crédit bancaire - mais il résulte également de pressions exercées par l'opinion publique et par certains groupes d'intérêts (les petites banques, les managers, etc.) en vue de faire obstacle à la concentration du pouvoir économique privé. Comme le soutient Mark Roe, « *federalism magnified the power of smaller, local financial institutions that did not want to compete with large, powerful financial institutions ; political pressure and a wider American dislike of private economic helped these small financial institutions maintain themselves as winners. Neither interested group power nor ideology alone appears strong enough to have fragmented ownership patterns, but together they achieved financial fragmentation.* »⁷³⁴

A titre indicatif, les banques ne sont pas les seules institutions qui auraient pu jouer un rôle plus actif dans la gouvernance des entreprises américaines. Les compagnies d'assurance, les '*mutual funds*' et autres fonds d'investissement auraient également pu se positionner en actionnaires de contrôle. A leur égard, Roe tient le même type de raisonnement que pour les banques, il démontre, exemples historiques à l'appui, que la configuration actuelle résulte d'un ensemble de choix politiques et réglementaires empêchant les compagnies d'assurance et autres grands fonds de détenir des blocs de

⁷³² M. Roe définit le populisme de la manière suivante. « *By populism, I mean more than the 1890s agrarian political movement. I mean to refer to a widespread attitude that large institutions and accumulations of centralized economic power are inherently undesirable and should be reduced, even if concentration is productive.* » [in M. ROE, op.cit., 29 (1994)]

⁷³³ G. LACHANCE, op.cit., 290 (2001).

⁷³⁴ M. ROE, op.cit., 27 (1994)

contrôle, couplée à une idéologie hostile à la concentration financière.

En conclusion, la dimension temporelle de la *path dependence* fait écho au caractère historiquement situé des modes de gouvernance. Ces derniers ne sont pas la résultante d'un processus téléologique de sélection naturelle mais ils ont été forgés par l'histoire, la politique et les idéologies. Une observation est ici à faire quant à la question de savoir sur quoi débouche ce constat. Nous reviendrons plus amplement sur ce point par la suite mais on peut déjà pointer l'ambiguïté qui est au cœur de ce raisonnement. La mise en exergue du rôle joué par l'histoire (que ce soit l'histoire politique, juridique, culturelle) de chaque nation laisse non résolue la question de la transformation sociale et plus spécifiquement celle de la modification des régimes de gouvernance. A le dire autrement, doit-on considérer que les systèmes de *corporate governance* n'échappent jamais au contexte historique auquel ils se rattachent et qu'ils sont toujours dépendants de préférences culturelles données. Chaque système est-il toujours efficient par rapport à lui-même ? Comment peut-on comprendre la transformation des divers systèmes de gouvernance ?

2-2-2. La dimension spatiale de la *path dependence*

La dimension spatiale de la *path dependence* renvoie à la problématique de la complémentarité institutionnelle, à savoir l'idée selon laquelle les éléments d'un régime de gouvernance sont nécessairement complémentaires les uns par rapport aux autres. Cette problématique de la complémentarité est elle-même liée à la thématique du profit marginal croissant que nous avons évoquée dans notre section consacrée aux origines de la *path dependence*. Ronald Gilson fournit l'explication suivante : « *From those initial positions, efficiency considerations favor the addition of new institutions whose contribution to the system reflects not just their own incremental addition to output, but also the resulting increase in output of existing institutions to which the new institutions are complementary.* »⁷³⁵ La dimension spatiale de la *path dependence* des systèmes de gouvernance est indissociable de sa dimension temporelle. C'est parce que les choix politiques et juridiques ont enclenché une trajectoire d'évolution particulière que se sont développées des institutions et des dispositifs spécifiquement destinés à combler les

⁷³⁵ R. GILSON, « The Globalization of *Corporate governance* : Convergence of Form or Function », *Working Paper*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, n°174, 7-8 (May 2000).

défaillances de la structure de gouvernance qui s'est dessinée. Pour illustrer cette problématique, revenons au cas américain. On l'a vu, la fragmentation des institutions bancaires a empêché l'émergence d'un actionnariat de contrôle. Pour combler les coûts qu'engendre la dispersion de l'actionnariat (à savoir les coûts d'agence issus de la séparation de la propriété et du contrôle), le législateur américain a instauré une protection juridique beaucoup plus grande des actionnaires minoritaires, il a encouragé la liquidité des marchés et a rendu les OPA et les OPE plus aisées. En l'absence de grands intermédiaires financiers, il fallait, en effet, déplacer le centre névralgique de la gouvernance vers la relation dirigeants-actionnaires, à l'avantage de ces derniers. De même, le législateur américain a encouragé le développement des rémunérations incitatives dans le chef des dirigeants (principalement via les plans de stock-options), dans le but d'aligner plus étroitement les intérêts des actionnaires avec ceux des managers⁷³⁶. Au niveau spatial, s'opère donc un effet 'dominos': le choix initial va entraîner l'élaboration de règles et d'institutions cohérentes par rapport aux conditions initiales, ces règles et institutions vont elles-mêmes influencer le choix des règles et institutions subséquentes et ainsi de suite. De ce point de vue, un système efficient est un système consistant, même si, pris séparément, les divers éléments qui le composent ne sont pas les meilleurs possibles.

Bien que les comparativistes ne l'aient pas formulé explicitement, la mise en lumière de la consistance (la cohérence) des systèmes de gouvernance aboutit à l'idée selon laquelle chaque système traduit un équilibre local. A partir du moment où on considère que chaque système est un arrangement complexe d'éléments fortement interdépendants, la transplantation, dans un système donné, d'un élément étranger à ce système conduit à une dissonance, même si, pris isolément, cet élément est plus efficace en terme de réduction des coûts. Reinhard Schmidt et Gerald Spinder ont bien exprimé cette idée: « *given functional complementarity between the elements and the need for systemic coherence, it would probably not make too much sense to mix the outsider and insider control systems and to combine those elements which appear to be particularly valuable in each of the two systems in order to create the 'overall optimum'.* »⁷³⁷ Par exemple, l'importation dans le système européen continental d'une technique comme

⁷³⁶ Dans la plupart des démocraties européennes, cette nécessité a été beaucoup moins ressentie puisque les régimes de gouvernance sont caractérisés par un actionnariat concentré et donc, un contrôle beaucoup plus serré des actionnaires sur la gestion des managers.

⁷³⁷ R. H. SCHMIDT & G. SPINDER, « *Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity – A Comment on Bebchuck and Roe* », *Working Paper*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt Am Main, n°27, 15 (July 1999).

les plans de stock-options ne conduit pas nécessairement à un accroissement d'efficacité (sont visés ici les gains résultant de la minimisation des conflits d'agence entre managers et actionnaires), parce que le contrôle sur les décisions managériales passe, dans les démocraties sociales européennes, par bien d'autres mécanismes que ceux issus du marché boursier (contrôle salarial indirect, contrôle bancaire, etc.). Nous reviendrons sur ce point dans notre section consacrée aux conséquences institutionnelles de la *path dependence*.

2-3. Les deux sources de *path dependence*: 'structure driven' et 'rule driven'.

Dans un article programmatique qui a pour objet d'établir les fondements d'une théorie de la *path dependence* dans le domaine de la *corporate governance*, M. Roe et L. Bebchuck distinguent deux sources possibles de *path dependence* : la '*structure-driven path dependence*' (la *path dependence* induite par les structures) et la '*rule-driven path dependence*' (la *path dependence* induite par les règles)⁷³⁸.

Bebchuck et Roe, définissent la *path dependence* de manière assez large comme « *the reasons arising from the different initial conditions with which countries started.* »⁷³⁹

- La *path dependence* induite par les structures a trait à l'influence que les structures initiales de propriété et de gouvernance d'une nation ont sur les structures subséquentes. Le concept de structure renvoie ici à la structure de propriété des entreprises (c'est-à-dire la manière dont celles-ci sont détenues et les modes de répartition du pouvoir entre les dirigeants, les actionnaires et les autres parties prenantes). Une des dimensions centrales est la question de savoir si l'actionnariat est concentré ou dispersé, la présence ou l'absence d'un actionnaire de référence ayant un impact significatif sur la manière dont une entreprise est gouvernée.
- La *path dependence* induite par les règles est celle par laquelle les structures initiales ont un effet indirect sur les structures subséquentes, via l'influence qu'elles

⁷³⁸ L. A. BEBCHUCK & M. J. ROE, « A Theory of Path dependence in Corporate Governance and Ownership », *Working Paper*, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, (1999)

⁷³⁹ Bien que l'article de Bebchuck et Roe soit postérieur à l'article 'Chaos and Evolution' dans lequel Roe construit une typologie – que nous examinerons dans notre section IV – entre trois formes distinctes de *path dependence*, les deux auteurs ne précisent pas à laquelle de ces formes ils se réfèrent.

exercent sur les règles qui gouvernent les entreprises. Par règles, il faut entendre ici les règles juridiques qui affectent les modes de décision et de gestion des entreprises ainsi que les modalités de répartition de la valeur. Les règles juridiques sont elles-mêmes *path dependent* : les règles en vigueur en *t1* dépendent de la structure de propriété et de gouvernance existant en *t0*. Trois exemples permettent d'illustrer ce phénomène.

Premièrement, certaines règles légales découragent la concentration de l'actionnariat en rendant plus coûteuse ou difficile l'acquisition de parts de contrôle par les institutions financières (exemple : le *Glass Steagall Act* de 1933 aux Etats-Unis).

Deuxièmement, certaines règles juridiques permettent aux actionnaires de tirer de larges bénéfices ou rentes là où ils détiennent le contrôle et favorisent ainsi la constitution d'un actionnariat concentré. La valeur attachée à la détention de parts de contrôle est fonction de l'existence ou non de législations protectrices des intérêts des actionnaires de référence (en matière d'OPA notamment).

Troisièmement, dans certaines nations, le droit impose le choix d'une structure de gouvernance plutôt qu'une autre. En Allemagne, par exemple, les grandes sociétés sont légalement tenues d'intégrer les représentants des travailleurs dans les organes de gestion.

Bebchuck et Roe identifient plusieurs facteurs permettant d'expliquer ces deux sources de *path dépendance*. Ces facteurs sont fondés, d'une part, sur la prise en compte des coûts (de transaction) empêchant la réalisation d'un équilibre optimal et, d'autre part, sur la prise en compte des 'effets de capture'. Cette dernière notion, inspirée de la '*public choice theory*'⁷⁴⁰, pose que les configurations actuelles persistent parce que les acteurs qui bénéficient du système en place sont suffisamment influents pour empêcher, grâce à un lobbying politique, l'instauration d'une configuration plus efficiente. Pour comprendre comment ces facteurs se déclinent en fonction des deux sources de *path dependence*, nous examinons successivement le rôle qui leur est attribué dans le cas de la '*structure-driven*' *path dependence* (2-3-1) et dans celui de la '*rule-driven*' *path dependence* (2-3-2).

⁷⁴⁰ La *public choice theory* (ou encore *political economic theory*), qui trouve son origine dans les travaux de K.Arrows, d'A.Downs et de J.Buchanan-G.Tullock, conduit à repenser l'action publique au départ de la théorie du choix rationnel. Elle tente d'analyser et d'évaluer les décisions publiques à l'aune d'un test d'efficience issu de la théorie économique du choix rationnel.

2-3-1. Les causes de la '*structure-driven*' *path dependence*.

Les coûts qui sont à l'origine de la '*structure-driven*' *path dependence* et qui donc constituent des freins à la réalisation d'un équilibre global (c'est-à-dire d'un optimum de '*first best*') sont les suivants : les '*sunk adaptive costs*', les '*complementarities*' (ou effets de complémentarités institutionnelles), les '*network externalities*' (ou externalités de réseau), les '*endowments effects*' (ou effets de dotation) et les '*multiple optima*' (ou équilibres multiples). Examinons-les successivement.

- Le problème des '*sunk adaptive costs*' est facile à comprendre. Un fois que des coûts ont été engagés pour réaliser un investissement, il est souvent plus efficient (car moins coûteux) de perpétuer cet investissement plutôt que de recommencer tout à zéro. Au temps *to*, les firmes se sont adaptées à la configuration encouragée par les autorités publiques en élaborant des dispositifs de gouvernance cohérents par rapport à la configuration initiale. Vu les investissements consentis pour élaborer ces dispositifs, le passage à un modèle de gouvernance alternatif serait trop coûteux (et donc inefficient) car il réduirait à néant les efforts qui ont été réalisés pour effectuer les adaptations nécessaires. Par exemple, dans le modèle anglo-américain à actionnariat dispersé, les acteurs ont développé des dispositifs visant à aligner plus fortement les intérêts des managers et des actionnaires comme les *stock options*, les administrateurs indépendants, les OPA hostiles, etc. A supposer que, toutes choses étant égales par ailleurs, la configuration de type actionnariat de contrôle soit plus efficace pour réduire les coûts d'agence que l'actionnariat dispersé, le modèle d'actionnariat dispersé tend néanmoins à persister, voire à se renforcer, car une modification des dispositifs incitatifs élaborés pour réduire les coûts inhérents à l'actionnariat dispersé serait plus onéreuse que le maintien de la structure en place.
- Les '*complementarities*' sont similaires aux '*sunk adaptive costs*' mais elles concernent les institutions et les pratiques. Dans toutes les nations, se sont

développées des institutions et des pratiques destinées à favoriser le bon fonctionnement de la structure de propriété et de gouvernance en place. Par exemple, l'actionnariat dispersé va de pair avec la mise en place d'un marché du contrôle sophistiqué et dynamique. Les acteurs ont fait toute une série d'investissements pour acquérir la maîtrise des techniques propres à ce marché. Une fois ces investissements réalisés, les acteurs n'ont pas intérêt à modifier la structure existante, car cela leur serait trop coûteux.

- Le caractère *path dependent* des formes de gouvernance s'explique également par les effets résultant des *network externalities* (externalités de réseau). Le choix d'une structure de gouvernance est, en effet, influencé par la structure dominante du marché c'est-à-dire la structure adoptée par les autres firmes de la nation considérée. Pour une entreprise, il est moins coûteux (et donc plus efficient), d'adopter une structure de gouvernance similaire à celle des firmes concurrentes opérant sur le même marché national.
- La prise en compte des '*endowments effects*' ou 'effets de dotation' est un facteur important pour expliquer le renforcement des structures de gouvernance. Dans une configuration de type actionnariat de contrôle, les acteurs qui détiennent le contrôle (les actionnaires de référence) vont attacher une valeur très importante à la détention et au maintien de ce contrôle. Le prix qu'ils demandent pour céder leur position dominante est supérieur à celui qu'ils seraient prêts à payer pour l'acquérir. L'actionnariat de contrôle tend donc à persister, les actionnaires de référence n'étant pas prêts à céder leurs parts de contrôle, si ce n'est moyennant une surprime que les investisseurs potentiels ne sont pas disposés à payer.
- Contrairement à la théorie de l'équilibre général, la *path dependence* prétend rendre compte de l'existence d'équilibres multiples. La coexistence entre plusieurs régimes de gouvernance efficaces est parfaitement concevable. « *Two alternative structures could each have pros and cons compared with the other, and they could thus produce roughly equal corporate value overall (...) In this*

*case, the initial pattern of corporate ownership in each of the economies can determine the subsequent pattern. »*⁷⁴¹

A côté des cinq coûts empêchant la réalisation d'un optimum global, Bebchuck et Roe identifient un autre facteur générateur de *path dependence*. Celui-ci trouve sa source dans l'existence de comportements opportunistes de la part des acteurs (les 'effets de capture'), ces comportements étant dictés par une volonté de maximiser la rente dont ils jouissent. Les acteurs qui se trouvent en position dominante, parce qu'ils sont les principaux bénéficiaires des structures de propriété et de gouvernance en place (les actionnaires de référence dans les régimes d'actionnariat concentré, ou les managers dans les régime d'actionnariat dispersé), vont jouer de leur influence et de leur pouvoir pour empêcher tout changement des structures, même si ce changement est plus efficace en terme d'équilibre global. Dans un monde coasien, l'attribution initiale des droits n'a aucune incidence sur l'efficacité économique puisque les arrangements privés permettent d'assurer une allocation efficace de ces droits. Dans un monde de coûts et d'information imparfaite, au contraire, il est impossible de parier sur la possibilité d'atteindre une allocation optimale par un processus d'échange et de négociation des droits. Prenons l'exemple de la codétermination en droit allemand. A supposer que ce mode particulier de gouvernance soit inefficace, sa modification est rendue difficile voire impossible, car certains acteurs dominants (les *leaders* syndicaux, par exemple) retirent d'importants bénéfices privés du système en place et possèdent suffisamment d'influence (principalement par le biais de relais politiques) pour s'opposer à l'abrogation de la codétermination. Par ailleurs, tout rachat des droits de contrôle détenus par les syndicats étant également interdite (il s'apparenterait à de la corruption), un réaménagement négocié des droits est impossible.

En résumé, les facteurs identifiés par Bebchuck et Roe permettent à ces auteurs de montrer que, contrairement aux prédictions de l'analyse néo-classique dominante, il n'existe aucun lien nécessaire entre l'existence des structures de gouvernance et leur efficacité : des structures inefficaces peuvent se maintenir, voire se renforcer. A la question de savoir si les forces du marché ne sont pas aujourd'hui telles, qu'elles 'forcent' les acteurs à adopter la structure de gouvernance la plus efficace (sous peine

⁷⁴¹ L. A. BEBCHUCK & M. J. ROE, *op.cit.*, 12-13 (1999)

d'être éliminés du marché), les auteurs répondent: « *globalization would discourage persistence of a suboptimal structure if the difference in total value between the best structure and the suboptimal one is large enough. That is, globalization would end persistence if inefficiencies are always so large that they would largely obliterate firms with suboptimal structure, i.e., that there would be no 'mere ten percent' inefficiencies.* »⁷⁴² Selon eux, le marché joue donc un rôle dans la production d'un système de gouvernance efficace mais, parce qu'il est imparfait, il ne contraint que faiblement les différents acteurs dans leur recherche d'une structure optimale: les forces issues de la globalisation produisent leurs effets là où les inefficiences engendrées par le maintien d'une structure suboptimale deviennent disproportionnées par rapport aux bénéfices résultant de l'abandon de cette dernière. En d'autres termes, une convergence va se produire là où les bénéfices résultant de l'alignement des divers régimes de gouvernance excèdent largement les coûts engendrés par les adaptations que cette convergence implique pour chaque système. Nous reviendrons sur l'aspect critiquable de cette position qui cadre mal avec l'interrogation fondatrice de la théorie comparativiste, à savoir que, vu leur enracinement politique et culturel, les solutions de gouvernance ne coïncident pas nécessairement avec les résultats découlant d'une opération formelle d'optimisation (un calcul coûts-bénéfices).

2-3-2. Les causes de la '*rule-driven*' path dependence

Pour expliquer les causes de la '*rule-driven*' path dependence, Bebachuck et Roe font appel à des facteurs qui sont, pour l'essentiel, similaires à ceux identifiés dans la section précédente. Ils trouvent leur source, d'une part, dans la prise en compte des coûts qui empêchent la réalisation d'un équilibre global et, d'autre part, dans l'influence exercée par les groupes d'intérêts.

Le premier volet du raisonnement mobilise les concepts de '*sunk costs*', de complémentarités et d'équilibres multiples :

- Dans une société donnée, les acteurs investissent, au temps *t1*, des ressources pour

⁷⁴² L. A. BEBCHUCK & M. J. ROE, *op.cit.*, 21(1999)

aménager des règles juridiques cohérentes par rapport à la structure de propriété et de gouvernance ainsi qu'aux règles juridiques qui avaient été initialement choisies au temps *to*.

- Le caractère *path dependent* des règles provient également de l'existence d'équilibres multiples, c'est-à-dire du fait que chaque système juridique possède des avantages et des inconvénients mais que, dans l'ensemble, ils sont chacun efficaces par rapport à eux-mêmes. Le système anglo-américain, qui est caractérisé par une forte dispersion de la propriété et du contrôle, génère des conflits d'agence entre les managers et les actionnaires. Les systèmes d'Europe continentale, caractérisés par la concentration de l'actionnariat, évitent ce genre de coûts mais ils en produisent d'autres – tout aussi importants – comme par exemple les coûts liés à l'absence d'un marché financier suffisamment liquide.

Le second volet du raisonnement fait appel à un argumentaire inspiré de la '*public choice theory*'. Les autorités publiques qui sont chargées d'élaborer des lois et des règlements subissent les pressions de divers groupes porteurs d'intérêts particuliers. Ces pressions se concrétisent par du lobbying politique, par le versement d'argent, par la manipulation médiatique, etc. L'influence relative de ces groupes dépend de la structure de propriété et de gouvernance existante. En effet, la structure en place affecte la répartition des richesses et cette dernière affecte en retour la distribution du pouvoir, parce qu'elle conditionne, entre autres choses, la visibilité, l'accès aux médias, la crédibilité, etc. Là où les règles existantes procurent un avantage individuel à un groupe particulier, ce dernier va jouer de son pouvoir et de son influence politique pour empêcher toute modification du cadre juridique en place (puisque'il affecte de manière déterminante le pouvoir et le prestige du groupe concerné). Prenons l'exemple des législations anti-OPA aux USA. Dans la mesure où elles sont favorables aux managers (étant donné qu'elles leur assurent une certaine protection contre les tentatives de reprise hostiles), ces législations ont fait l'objet d'intenses activités de lobbying de la part des grands dirigeants de sociétés. Le pouvoir dont jouissent les dirigeants (comparativement à d'autres groupes d'intérêts comme les travailleurs) a lui-même été rendu possible par l'existence d'une configuration initiale (la séparation de la propriété

et du contrôle) qui décourage la constitution de grands blocs de contrôle et donc offre un rôle de premier plan aux managers professionnels. Le même raisonnement peut être tenu au sujet des régimes d'actionnariat concentré. Les grands actionnaires de référence (que ce soit des familles, des institutions financières, des sociétés ou des personnes physiques) forment un groupe d'intérêt particulièrement puissant. Les ressources dont celui-ci dispose lui permettent d'effectuer du lobbying, de financer des partis politiques, etc. Il a donc les moyens de résister à tout changement normatif qui aurait pour effet de diminuer ses avantages particuliers – même si ce changement serait bénéfique du point de vue de l'équilibre global de la nation concernée.

Toutefois, les effets de blocage générés par la '*rule-driven path dependence*', ne vont-ils pas – à terme – être corrigés par l'action des forces de la globalisation économique ? Cette dernière ne dissuade-t-elle pas les pays d'adopter des règles de gouvernance inefficaces ? Les nations qui conservent un régime de gouvernance inefficace ne risquent-elles pas d'être pénalisées économiquement sur le long terme (les sociétés s'implanteraient ailleurs et les actionnaires investiraient sur d'autres marchés) ? Bebchuck et Roe apportent la réponse suivante à cette objection : « *the firm can compete, even with an outmoded governance structure, if it makes up for this governance disadvantage with an offsetting international competitive advantage.* »⁷⁴³ A l'instar de ce que nous avons relevé dans le point précédent, les auteurs semblent présupposer que les effets de blocage ne sont pas tels qu'ils empêcheraient la sélection par le marché concurrentiel de fonctionner. En cela, ils ne parviennent pas à s'affranchir de la conception orthodoxe selon laquelle il est possible de déterminer, par le biais d'un raisonnement computationnel, quelle est la forme de gouvernance la meilleure possible dans un contexte de contraintes (de coûts) déterminables *a priori*.

⁷⁴³ L. A. BEBCHUCK & M. J. ROE, *op.cit.*, 29(1999)

III. *Path dependence* et efficience

Cette troisième section vise à mettre en lumière l'interrogation fondamentale qui est à la base du projet comparativiste : en quoi la prise en compte du passé et de la culture oblige-elle à réviser la conception traditionnelle de l'efficience ? Nous montrons que Mark Roe tente de formaliser une conception enrichie de l'efficience (à savoir une efficience intégrant une dimension historique et culturelle), en élaborant une typologie en trois plans qui constituent autant de manifestations différentes du phénomène de la *path dependence*. Toutefois, la manière dont l'auteur construit cette typologie débouche sur des ambiguïtés qui sont liées au fait qu'il reste fondamentalement prisonnier d'un modèle déterministe de choix basé sur un calcul d'efficience en terme de coûts-bénéfices.

Dans un article programmatique intitulé « Chaos and Evolution in Law and Economics », Mark Roe reprend à Liebowitz et Margolis une distinction entre trois formes de *path dependence* : (i) une forme faible, (ii) une forme semi-forte et (iii) une forme forte⁷⁴⁴. Au travers de cette triple distinction, il tente de mettre en évidence les sources de blocage empêchant la convergence du processus de sélection vers un équilibre unique. En cela, il tente de battre en brèche l'idée selon laquelle la sélection concurrentielle fait évoluer les systèmes vers l'optimalité. Il soutient, au contraire, que les systèmes n'évoluent pas de manière univoque, mais que leur développement dépend largement de conditions initiales spécifiques, de la dynamique même du processus d'évolution, voire d'incidents particuliers.

- (i) Dans sa forme faible la '*path dependence*' renvoie simplement au constat selon lequel les conditions actuelles ont été influencées par le point de départ, sans qu'il faille en déduire des implications en matière d'optimalité. Il s'agit simplement de prendre acte de l'interdépendance temporelle des systèmes de gouvernance et d'expliquer l'existence des institutions par référence au sentier historique au travers duquel celles-ci ont évolué. « *A society chose between two institutions and the choice became embedded but the chosen institutions*

⁷⁴⁴ M. ROE, *op.cit.*, 641 (1996)

functions as well as the one discarded would have (...) A road could go equally well along the left bank or the right bank of the river through the forest ; even if the choice had no efficiency effect, we might wonder why the road went left instead of right, and the original hunter's choice may well be the weak-form explanation. »⁷⁴⁵ L'utilisation du terme 'faible' ne veut pas dire dénué d'importance ou insignifiant. La notion de 'weak *path dependence*' vise simplement à expliquer –mieux que ne le fait la seule sélection naturelle – pourquoi, parmi plusieurs options possibles, c'est l'option actuelle qui a été privilégiée.

- (ii) Dans la forme semi-forte de *path dependence*, le point de départ initialement choisi a donné naissance à une trajectoire inefficace mais, à l'origine, il était impossible de prévoir que le développement aurait été plus efficace si un autre point de départ avait été choisi. Un changement en faveur d'une configuration plus efficace est toutefois impossible car trop coûteux à effectuer : « *we regret the result, but will not pay for it.* »⁷⁴⁶ La fable du chasseur que nous avons évoquée précédemment est illustrative de ce phénomène. L'exemple du clavier QWERTY⁷⁴⁷ l'est également: le clavier QWERTY, qui force l'utilisateur à ralentir sa vitesse de frappe, était efficace au 19^e siècle quand les touches étaient plus fragiles. Il est aujourd'hui globalement inefficace, car les claviers sont construits dans des matériaux plus résistants (le ralentissement de la vitesse de frappe n'est donc plus nécessaire). Les coûts engendrés par une modification généralisée des claviers seraient toutefois trop élevés pour justifier l'abandon de la technique QWERTY⁷⁴⁸. La forme semi-forte de *path dependence* renvoie donc à l'histoire de notre ignorance : l'efficacité globale demande d'avoir à l'esprit ce que nous aurions dû savoir mais que nous ne savons pas. Chez Roe, elle semble être liée à la question des contrats incomplets et de la limite de la rationalité telle que conçue par la théorie contractualiste: au temps *t-1*, le décideur ne dispose pas des informations lui permettant de choisir une trajectoire optimale, l'information lui étant révélée progressivement, au fil du temps. Pour

⁷⁴⁵ M. ROE, *op.cit.*, 647 (1996)

⁷⁴⁶ M. ROE, *op.cit.*, 647 (1996)

⁷⁴⁷ Nous faisons abstraction des controverses qu'a engendré l'interprétation de cet exemple. En effet, comme nous avons souligné dans une note précédente, certains auteurs comme Liebowitz et Margolis, estiment que la problématique du clavier QWERTY ne constitue pas réellement un exemple de *path dependence* au sens semi-fort.

⁷⁴⁸ Voir P. A. DAVID, « Understanding the Economics of QWERTY : The Necessity of History », in W. N. PARKER (ed.), *Economic History and the Modern Economist*, Oxford: Blackwell, 30 (1986).

en rendre compte, Roe s'appuie sur l'exemple de la *corporate governance*. Aux Etats-Unis, la configuration qui a émergé – c'est à dire la séparation de la propriété et du contrôle – possède des avantages mais engendre également des coûts. Ces derniers sont de trois ordres : des coûts d'agence, des coûts liés à l'horizon temporel et des coûts organisationnels.

- Les coûts d'agence naissent de la dissociation d'intérêts entre les managers et les actionnaires.
- Les coûts temporels viennent du fait que, par leur éloignement et leur dispersion, les actionnaires exigent une rentabilité immédiate de leur investissement, alors que la performance des entreprises ne se mesure pas exclusivement sur le court terme mais aussi sur le moyen et le long terme. Comme les investisseurs ont une perspective 'court termiste' et que les informations de long terme sont difficiles à transmettre aux marchés financiers, les managers sont tentés de privilégier les stratégies ayant un impact immédiat sur le cours de bourse, au détriment d'autres stratégies dont l'effet bénéfique se fait ressentir à plus longue échéance⁷⁴⁹.
- Les coûts organisationnels sont ceux engendrés par l'organisation verticale des grandes firmes américaines. Pour pallier l'absence de grandes institutions financières pouvant servir d'intermédiaires entre les fournisseurs et leurs clients, les grandes sociétés ont organisé la relation entre ces deux pôles de manière fortement intégrée et verticale. Cette organisation verticale a conduit à une bureaucratisation génératrice de coûts⁷⁵⁰.

L'existence de tels coûts (et donc la non-optimalité du modèle de gouvernance) ne conduit pourtant pas au constat selon lequel il faudrait modifier le système en place en s'orientant, par exemple, vers un système de type '*insider control*'. Une fois que la société a investi dans une configuration institutionnelle particulière, les coûts qu'engendreraient une reconfiguration radicale dépasseraient de loin les avantages qui pourraient en résulter (en terme de réduction des trois types de coûts que nous avons identifiés). Pour reprendre l'exemple du chasseur, une fois que la route sinueuse est en place, les autorités ne vont pas raser les usines et les habitations pour reconstruire une route plus droite ; elles vont réasphalter la

⁷⁴⁹ Voir à ce sujet, M. E. PORTER, « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harv. Bus. Rev.*, 74 (Sept.-Oct. 1992)

⁷⁵⁰ Voir à ce sujet, R. J. GILSON & M. J. ROE, « Understanding the Japanese Keiretsu : Overlaps Between Corporate governance and Industrial Organization », 102 *Yale L. J.*, 871 (1993).

route, sans modifier son tracé. En somme, cette approche de la *path dependence* renvoie à une sorte de relativisme culturel : un système est toujours efficient par rapport à lui-même. Pour le dire autrement, chaque système constitue un équilibre local au sens où il est toujours le mieux adapté possible par rapport à son histoire et à sa culture. Sur base de quel critère, en effet, pourrait-on affirmer que telle culture est plus efficiente que telle autre ?

- (iii) Dans la forme forte de *path dependence*, un choix initial génère une trajectoire qui s'avère inefficente ; il serait souhaitable de procéder à une modification (les bénéfices engendrés par cette modification sont supérieurs aux coûts) mais cette modification est impossible à réaliser, car elle butte sur certains obstacles qui empêchent d'atteindre l'optimum. Pour identifier les sources de blocage, Roe reprend à North deux arguments visant à expliquer les effets de '*lock-in*' dans l'évolution des structures institutionnelles d'une société. Le premier a trait aux effets de capture : un changement de trajectoire peut s'avérer impossible s'il va à l'encontre des intérêts du groupe dominant, car ce dernier va déployer des ressources (lobbying politique et économique, jeu d'influence, etc.) pour résister au changement envisagé. Le second met en exergue l'existence de barrières informationnelles : les agents ne possèdent pas l'information nécessaire pour prendre conscience de l'intérêt d'un changement de trajectoire, car l'information sur la trajectoire alternative est parcellaire et/ou elle entre en contradiction avec nos perceptions – elles-mêmes *path dependent* – de ce que requiert une configuration adéquate.

Le statut que Roe donne à ce troisième type de *path dependence* n'est pas très clair. D'un côté, il semble assimiler les deux obstacles à l'optimalité que sont les effets de capture et les barrières à l'information à des coûts déterminables *a priori* : le passage à une configuration plus efficiente est impossible parce que trop coûteux. En cela, il a une conception que l'on pourrait qualifier de 'computationnelle' de la *path dependence*, les limites de la rationalité des agents étant conçues en terme d'asymétries d'information (ce modèle de rationalité est proche de celui mobilisé par Williamson). Il confesse d'ailleurs que la forme forte de *path dependence* peut être comprise comme étant un avatar de la forme

semi-forte. D'un autre côté, le concept de 'strong *path dependence*' semble renvoyer à un degré d'ignorance beaucoup plus profond de la part des acteurs économiques : suite aux effets de capture et d'asymétries d'information dont ils sont victimes, les individus sont dans l'incapacité de choisir une configuration plus efficiente mais – contrairement à ce qui semble être le cas dans la *path dependence* semi-forte – ils n'ont même pas conscience des blocages qui affectent l'évolution. Liebowitz et Margolis font référence à une *path dependence* de troisième degré qui se produit là où une action est « *ex ante path inefficient* » c'est-à-dire « *even when all relevant costs and benefits are recognizable, the wealth maximizing path might not be chosen. In one way or another, these reasons are all related to market failures : some markets do not exist ; some of the affected parties are yet not born; some economic actors cannot coordinate.* »⁷⁵¹ M. Roe reste assez vague quand il s'agit de se prononcer sur un exemple de 'strong *path dependency*'. Selon lui, les inefficacités résultant de problèmes informationnels ou de '*public choice*' sont difficiles à diagnostiquer, puisque les acteurs ne les perçoivent pas (par définition, leur perception des problèmes étant elle-même *path dependent*, ils ne soupçonnent pas qu'une alternative est possible). A titre d'exemple, il évoque le fait qu'un climat politique ou culturel encourageant les acteurs à croire que leur système de gouvernance est le meilleur possible (sous prétexte que celui-ci serait le fruit d'un processus de sélection naturelle) peut, dans certaines circonstances, constituer un frein à la prise de conscience, par les acteurs, de la possible existence d'un équilibre institutionnel plus efficient. Comme le révèle le passage suivant, Roe semble percevoir que cette forme de *path dependence* constitue un défi plus important à l'approche néo-classique que les deux premières : « *Recent economic analyses cast doubt upon whether economically important (that is, strong-form) path dependence can exist. I believe that this doubt arises partly because some path dependence theorists have not fully integrated path-created information costs into their theories and have not integrated public choice analysis at all. When information and political choice are ignored in path dependence stories, it is plausible to claim that strong-form path dependence does not exist. But when information debilities stymie thinking about the*

⁷⁵¹ S. J. LIEBOWITZ & S. E. MARGOLIS, *op.cit.*, 211 (1995).

alternative paths, we will not even be aware that these debilities are blocking evolution, and thus path dependence advocated will be unable to 'show' that we have information-based strong-form path dependence. »⁷⁵² Par ailleurs, il s'appuie sur les développements récents de la biologie évolutionnaire pour montrer que les processus d'évolution sont susceptibles de conduire les systèmes, non à un équilibre global mais à un équilibre local. La notion d'équilibre local présuppose un certain degré de myopie de la part des agents : une fois exposés à des pressions extérieures, ceux-ci vont s'adapter et tenter de se stabiliser (en vue de faire face à la situation de crise), mais ils sont dans l'incapacité d'effectuer les choix qui leur permettraient d'aboutir à une situation globalement optimale, c'est-à-dire à un équilibre de premier rang. « *What survives is what is best adapted to persist during the crisis ; once the survivors survive the crisis and the maladapted become extinct, nothing much important happens until the next crisis. The survivors are filled with efficiencies and inefficiencies ; all that evolutionary theory would tell us is that, on the whole the species was good enough to survive. But any one of its features may be maladapted.* »⁷⁵³ L'exemple de la *corporate governance* illustre cet argument 'évolutionniste'⁷⁵⁴. Supposons un régime de *corporate governance* soumis à de fortes pressions compétitives. Les entreprises sont soudainement confrontées à une modification substantielle de leur environnement économique (due à la globalisation, notamment). Elles vont réagir en prenant, dans l'urgence, des mesures qui leur offrent la meilleure chance de survie immédiate sur le marché. Les décisions qui ont été prises sont les plus adéquates pour faire face à une situation de crise, mais il n'est pas certain qu'elles tendent vers un équilibre global. Les pressions compétitives peuvent d'ailleurs être telles qu'elles empêchent les entreprises d'atteindre un optimum global commun : en l'absence de réserves financières suffisantes, les entreprises qui ont atteint un optimum local ne sont pas capables d'engager les dépenses que requiert la quête de l'optimum. Roe explique ainsi qu'aux Etats-Unis, la fragmentation du système financier avait constitué une réponse à la grande dépression économique des années 30. Suite à la crise de confiance consécutive au krash de 29, il était

⁷⁵² M. ROE, *op.cit.*, 647 (1996)

⁷⁵³ M. ROE, *op.cit.*, 654 (1996)

⁷⁵⁴ Le qualificatif d'évolutionniste renvoie, ici, uniquement au fait que cette version de la *path dependence* est directement inspirée de travaux récents en biologie évolutionniste.

apparu nécessaire d'imposer aux institutions financières une dissociation stricte entre les activités bancaires et les activités d'investissement. Cette structure institutionnelle de la finance américaine - qui est restée relativement stable par la suite. Par ce fait, elle peut se comprendre comme étant le fruit non d'une évolution vers un équilibre optimal global mais d'une adaptation ponctuelle à une situation de crise (équilibre local). « *American corporate finance had to adapt to the rule politically best fit for a Depression economy, and it did. It did not need to adapt any further.* »⁷⁵⁵

- (iv) Roe met en garde contre ce qu'il appelle la fausse *path dependence* ('*false path dependence*'). Il s'agit d'une position consistant à défendre le *statu quo*, sous prétexte que la somme des coûts qui résulteraient d'un changement de trajectoire est toujours supérieure à la somme des bénéfices découlant de la trajectoire actuelle. En effet, à partir du moment où on utilise la notion de 'coût' de manière extensible en y englobant un ensemble varié de catégories (les coûts de transaction, les coûts d'information, les coûts de public choice...), cette notion devient purement *ad hoc* et elle permet de justifier n'importe quelle configuration. La '*false path dependency*' est toutefois une catégorie assez floue chez Roe et on ne voit pas très bien quelle est sa spécificité par rapport à la '*weak path dependency*'. Toutes les deux renvoient à l'idée selon laquelle le présent trouve son origine dans le passé, sans pour cela qu'il faille en déduire que la trajectoire actuelle est inefficente comparativement à une trajectoire alternative.

Indépendamment des différentes variantes de *path dependence* qui ont été mises au jour, c'est le deuxième type de *path dependence*, la forme semi-forte, qui semble être au cœur des travaux de Roe⁷⁵⁶. Roe l'exprime sans détour : « *semi-strong path dependence is, I believe, common* »⁷⁵⁷. En effet, il n'a pas réellement approfondi ce que recouvre la forme forte de *path dependence*. Alors qu'il semble vouloir faire allusion à l'existence de blocages irréductibles (c'est-à-dire, au fait que les trajectoires d'évolution peuvent générer des inefficiences), il construit mal son concept et retombe sur un modèle de type

⁷⁵⁵ M. ROE, *op.cit.*, 654 (1996)

⁷⁵⁶ Une des préoccupations centrales des auteurs comparativistes est d'ailleurs d'étudier ce qui se passe en cas de compétition entre deux ou plusieurs systèmes de gouvernance présentant des caractéristiques de *path dependent semi-forte*.

⁷⁵⁷ M. ROE, *op.cit.*, 648 (1996)

néo-institutionnaliste, les blocages étant compris en termes de coûts qu'il s'agit de minimiser. Comme le soulignent à juste titre Liebowitz et Margolis : « *Roe offers strong-form path dependence as 'highly inefficient structures that society cannot eliminate'. If we understand that 'cannot eliminate' means that the costs of eliminating these structures are prohibitive, an immediate problem with this definition is that the circumstance in which something is inefficient but not worth changing is not distinct from the circumstance that Roe calls the semi-strong form.* »⁷⁵⁸

En mobilisant les instruments utilisés pour qualifier le deuxième type de *path dependence*, à savoir la minimisation des coûts, Roe aboutit à un résultat qui est l'inverse de ce qu'il s'efforçait de construire au travers du troisième type de *path dependence*, c'est-à-dire la *path dependence* comme source d'inefficience. Selon lui, l'optimum global est inatteignable, vu les limites cognitives en contexte d'incertitude. Mais, même s'il n'y a jamais que des optima locaux propres aux situations auxquelles il s'agit de s'adapter, ces optima constituent toujours la meilleure adéquation possible aux contextes existants (il s'agit, ici, de l'équilibre le plus 'satisfaisant', pour reprendre l'expression de Herbert Simon). L'impossibilité pour les agents d'atteindre un équilibre global provient du caractère trop coûteux du processus de transition. Au moment où la crise ou le choc externe survient, les adaptations locales sont efficaces : en vertu des informations dont ils disposent, les agents rationnels optent pour la stratégie qui leur semble la meilleure possible compte tenu des coûts découlant d'un ajustement éventuel à un optimum global (c'est-à-dire un équilibre de '*first best*'). Certes, les arrangements actuels ne correspondent pas à ce qu'exigerait un optimum global (en cela, ils sont *path dependent*) mais il ne peuvent néanmoins être qualifiés d'inefficaces puisque, selon l'interprétation qu'en donne Roe, toute modification de l'équilibre existant entraînerait des coûts supérieurs aux bénéfices attendus. Le problème a bien été mis en lumière par R. H. Schmidt et Gerald Spinder qui soulignent : « *In part, our reservation vis-à-vis the explanation of path dependence as arising from the costs of making adjustments is due to the ad hoc character of the concept of switching costs. There is no general definition of what counts as adjustment or switching costs. However, it is a basic insight of the philosophy of science that concepts which can explain everything do in fact explain nothing. In this respect adjustment or switching costs are like transaction costs, which have for a long time placed such a prominent role in the new institutional economics*

⁷⁵⁸ S. E. MARGOLIS & S. J. LIEBOWITZ, « Path Dependence », in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan Press, London (1998).

literature and have been seriously challenged on methodological grounds as being an empty box. ».⁷⁵⁹ En cela, on perçoit l'ambiguïté de la construction échafaudée par Roe. Sans doute, y-a-t-il une contextualisation de la théorie néo-classique de la *corporate governance*, à raison d'une prise en compte de la dépendance du processus d'évolution à l'égard du contexte politique et culturel dans lequel il s'inscrit. Mais, l'idée reste que l'adaptation conduit toujours au meilleur équilibre possible au vu de ce contexte (c'est-à-dire l'équilibre qui minimise les coûts, compte tenu de l'information dont disposent les parties à un moment donné).

IV *Path dependence et convergence*

Dans la section précédente, nous avons montré qu'en réduisant les facteurs historiques et culturels à des préférences qu'il s'agit de maximiser, Roe risque d'aboutir à une position relativiste consistant à dire que tous les systèmes s'équivalent puisqu'ils sont tous équilibrés par rapport à eux-mêmes. Dans ses travaux les plus récents, il tente toutefois de prendre plus explicitement distance par rapport à cette position. Il reconnaît que certains facteurs culturels sont générateurs d'inefficience : les agents ne peuvent pas toujours atteindre l'équilibre (même compris en terme de *second best*), parce qu'ils sont influencés par leur histoire et leur culture et qu'ils ne disposent pas toujours des informations nécessaires. Il développe cette intuition en s'inscrivant dans le débat sur la convergence qui traverse la littérature en matière de *corporate governance* depuis une petite dizaine d'années. Dans cette section, nous voudrions reconstruire la manière dont Roe tente de concevoir l'inefficience, à savoir l'idée selon laquelle certains systèmes de gouvernance sont plus efficaces que d'autres. Pour ce faire, il nous faut d'abord exposer le débat sur la convergence et situer la place qu'y occupe la théorie comparativiste. Notre propos n'est pas de retracer un tableau détaillé et complet des multiples contributions qui nourrissent ce débat ; nous voudrions simplement évoquer son articulation avec l'approche en terme de *path dependence*, en vue de montrer que c'est au départ d'une critique de la vision dominante de la convergence que Roe tente d'identifier ce que signifie l' (in)efficacité d'un système de gouvernance.

Dans un premier temps, nous exposerons l'hypothèse dominante de la convergence

⁷⁵⁹ R. H. SCHMIDT & G. SPINDER, op.cit., 7 (July 1999).

ainsi que les postulats théoriques sur laquelle elle s'appuie.

Dans un deuxième temps, nous évoquerons deux alternatives contemporaines à la version dominante de la convergence, l'approche en terme de *path dependence* et l'hypothèse '*law matters*' qui a été forgée en 1998, par La Porta, Lopez de Silanes, Schleifer et Vischny.

Dans un troisième temps, nous reviendrons sur la conception de la convergence qui est sous-jacente à l'approche en terme de *path dependence*. Nous en exposerons les limites. Pour l'essentiel, celles-ci ont trait au fait que Roe retombe sur une approche formelle en terme de sélection: les formes inefficaces finiront pas être éliminées du marché et les agents sont capables de s'adapter en faisant des calculs coûts-bénéfices pouvant les conduire, dans certaines circonstances à adapter leurs structures de coordination et de gouvernance.

4-1. La thèse de la convergence : la version dominante.

Le débat sur la convergence porte sur la question de savoir si les différents modèles nationaux de gouvernance convergent ou non vers un équilibre unique. L'hypothèse dominante, qui correspond à l'approche Law and Economics standard, est celle de la convergence du modèle européen ('*insider/control oriented*') vers le modèle anglo-saxon ('*outsider/arm's length*').⁷⁶⁰

Dans sa version canonique, elle s'exprime au travers du raisonnement suivant :

- La globalisation et la financiarisation (accroissement du rôle du marché boursier, montée en puissance des investisseurs institutionnels, réorientation de l'activité bancaire, etc.) s'expliquent par un déterminisme économique qu'il serait vain de contrecarrer, ces deux processus étant, par nature, irréversibles.

⁷⁶⁰ Le débat sur la convergence est, en effet, structuré autour de la distinction, bien établie dans la littérature, entre le modèle '*outsider*' de gouvernance, caractéristique du monde anglo-saxon et le modèle '*insider*', propre à l'Europe Continentale. Cette distinction repose sur une différence dans les modalités de contrôle des dirigeants. Le modèle '*outsider*' s'appuie sur des mécanismes de contrôle de type marchands et concurrentiels (le marché financier, les marchés des biens et services produits par l'entreprise, les relations avec les banques⁷⁶⁰, etc.). Le modèle '*insider*' s'appuie, quant à lui sur des modes de contrôle internes à l'entreprise, de nature plus collégiales et interpersonnels (actionnaires de contrôle, contrôle bancaire, surveillance formelle ou informelle des travailleurs, surveillance entre dirigeants, etc.). Pour plus de développements sur la distinction '*insider-outsider*', voir B. R. CHEFFINS, « Current Trends in Corporate Governance : Going from London to Milan via Toronto », 10 *Duke Journal of Comparative and International Law*, 12 (1999).

- Les différents modèles de gouvernance convergent vers une configuration proche de celle qui existe actuellement aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.
- Cette convergence traduit la supériorité du modèle anglo-américain que la littérature s'efforce de justifier au moyen d'arguments développés par ailleurs (cfr. notre deuxième partie sur la théorie contractualiste).

Pour les tenants de la convergence, le modèle '*outsider*' possède des avantages concurrentiels⁷⁶¹ :

- le marché des OPA permet de contrôler les coûts d'agence qui résultent de la dispersion de l'actionnariat⁷⁶² ;
- la liquidité du marché financier favorise l'investissement et le dynamisme économique ;
- en l'absence d'actionnaires de contrôle, les dirigeants sont enclins à développer des stratégies innovantes ;
- la relative distance existant entre les dirigeants et les actionnaires rend ces derniers imperméables à toute tentative de 'capture' par les dirigeants et donc permet d'assurer une évaluation plus objective des décisions managériales.

La thèse de la convergence trouve sa source dans l'approche néo-classique de l'évolution et de la sélection naturelle⁷⁶³. De manière générale, elle vise à dire que le processus de sélection naturelle, qui est à l'œuvre dans le marché, valorise les entreprises qui développent des stratégies identiques à celles qu'aurait permis un calcul d'optimisation. Les forces impersonnelles du marché tendent à faire émerger les firmes (et donc les pratiques de gouvernance) qui sont les plus adaptées possibles. En d'autres termes, le jeu de la concurrence est tel qu'il tend à éliminer les firmes ayant opté pour un régime de gouvernance inefficace. Les travaux des économistes et des juristes de Chicago constituent sans aucun doute l'exemple le plus radical de cette approche⁷⁶⁴. Pour eux, le modèle '*outsider*' est intrinsèquement supérieur au modèle '*insider*' et le

⁷⁶¹ Ces avantages concurrentiels ont été particulièrement soulignés dans la littérature des années 90, période durant laquelle l'économie américaine avait atteint des niveaux de performance inégalés.

⁷⁶² A ce sujet, voir, J. MACEY, « Measuring the Effectiveness of Different *Corporate Governance* Systems : Toward a More Scientific Approach », 10 *J. Applied Corp. Fin.*, 16 (1998).

⁷⁶³ Voir notamment A. ALCHIAN, « Uncertainty, Evolution and Economic Theory », 58 *Journal of Political Economy*, 211-221 (1950) et M. FRIEDMAN, "The Methodology of Positive Economics", in M. FRIEDMAN, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, 3-43 (1953).

⁷⁶⁴ Voir principalement M. H. MILLER, « Is American Corporate Governance Fatally Flawed ? », 6 *J. of Applied Corporate Economics*, 34 (1994) ; H. DEMSETZ, « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », 26 *J.L. & Econ.*, 375 (1983) ; F. EASTERBROOK & D. FISCHL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 212-218 (1991).

marché est l'instance qui permet de faire émerger le meilleur modèle. William Bratton et Joseph Mc Cahery résumant bien cette idée : « *to the extent that firms in market systems have a lower cost of equity capital, they have a financing advantage in the emerging global takeover market. There results a projection of long run assimilation of firms from blockholder systems into multinational firms with market system parents. As more and more firms from blockholder systems adopt market institutions by these transactional means, their systems of origin become less and less relevant.* »⁷⁶⁵ Le processus de convergence vers le modèle anglo-américain est donc inévitable; il va s'effectuer par le biais de transactions marchandes (fusion, acquisitions, contractualisation, etc.) et il va, in fine, être avalisé par les différents droits nationaux. De ce point de vue, le droit joue un rôle secondaire: il tend à s'ajuster aux évolutions qui ont lieu sur la scène marchande. La convergence des pratiques précède la convergence juridique. Pour les tenants de l'Ecole de Chicago, la convergence juridique est inévitable, car les firmes qui sont établies dans des ordres juridiques inefficaces (là où, par exemple, les intérêts des actionnaires minoritaires sont insuffisamment protégés) vont délocaliser leurs activités et s'incorporer dans un ordre juridique fournissant un modèle de gouvernance plus efficient. Le même raisonnement peut être tenu en ce qui concerne l'actionnariat : l'internationalisation des marchés financiers est telle qu'elle permet aux investisseurs de 'migrer' vers le système juridique qui fournit le niveau de protection le plus élevé. Tout au plus doit-on reconnaître que le droit change moins vite que les pratiques, ce qui explique la persistance de certaines différences dans les régimes de gouvernance. Pour les défenseurs de la convergence, l'évolution vers un modèle 'outsider' est déjà à l'œuvre en Europe, comme en témoigne la montée en puissance des marchés financiers, l'augmentation des actifs mobiliers dans les revenus des ménages, l'intervention des investisseurs institutionnels, l'émergence de normes et codes de conduite en matière de *corporate governance*, les modifications législatives en matière de droit des sociétés et de droit financier, etc.⁷⁶⁶

Il n'y a pas lieu, ici, d'entrer plus avant dans une critique de l'hypothèse de la convergence défendue par l'Ecole de Chicago⁷⁶⁷. Nous nous bornerons à évoquer trois

⁷⁶⁵ W. W. BRATTON & J. A. McCAHERY, « Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm : the Case Against Global Cross Reference », *Working Paper 007*, George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory, 23 (2000)

⁷⁶⁶ Voir H. HANSMANN & R. KRAAKMAN, « The End of History for Corporate Law », *Working Paper n° 235*, Yale Law School (2000).

⁷⁶⁷ Pour une critique de la théorie économique de l'Ecole de Chicago, voir J. LENOBLE & M. MAESSCHALCK, *op.cit.*, (2003).

problèmes. Premièrement, la thèse de la convergence repose sur une conception très forte de la rationalité. Pour reprendre l'expression de Herbert Simon, la rationalité mobilisée est substantielle : par le biais d'un raisonnement computationnel, il est possible de définir *a priori* les caractéristiques du système de gouvernance optimal. Chez les économistes et des juristes de Chicago, cette conception de la rationalité laisse très peu de place aux institutions, le mode de coordination valorisé étant celui du marché. Cette conception forte de la rationalité des agents est, paradoxalement, articulée avec une approche selon laquelle les agents sont totalement soumis aux impulsions de la concurrence. Comme le relève U. Witt au sujet de l'approche néo-classique en économie, « *change is always interpreted as reactive. Individual agents or economics aggregates are viewed as responding to events that affect the basis of decision making. Economic actors are portrayed as attempting to adapt optimally to new conditions themselves. They are not credited in any way with creating the new conditions themselves. The reason for this narrow interpretation is the very core of the neoclassical paradigm, the synthesis of optimization and the equilibrium concept. Used together, the two ingredients rule out any explanation of individual behaviour other than that of adapting to changing circumstances.* »⁷⁶⁸

Deuxièmement, la thèse de la convergence assimilé l'adoption d'un mode de gouvernance à un coût déterminable *a priori* et qui sera plus ou moins élevé en fonction du choix qui aurait été fait entre un modèle anglo-saxon ou un modèle européen. Les structures de gouvernance sont en compétition sur un marché concurrentiel, au même titre que les biens et les services. Bratton et McCahery expriment bien cette idée : « *competition and emulation among producers will lead to homogenous institutional settings. Since coordination mechanisms, including corporate governance arrangements, figure into production costs, the viability of the best arrangements and innovations will be tested and proved in product and factor markets. Rational actors responding to price competition will seek to design or emulate optimal arrangements. Actors and firms that fail to adopt these superior organisational technologies will in the short run lose money and, in the long run, disappear.* »⁷⁶⁹ Ce raisonnement suppose que toutes les entreprises sont exposées aux mêmes contraintes extérieures et qu'elles font face aux mêmes problèmes d'optimisation. Le marché est, quant à lui, censé être suffisamment concurrentiel pour fournir les impulsions nécessaires au processus

⁷⁶⁸ U. WITT, « Evolution as the Theme of a New Heterodoxy in Economics », in U. WITT ed., *Explaining Process and Change*, Ann Arbor, University of Michigan Press, 4 -5 (1992).

⁷⁶⁹ W. W. BRATTON & J. A. McCAHERY, *op.cit.*, 18-19 (2000)

d'adaptation. Les firmes et les actionnaires sont, en outre, supposés capables de transiter facilement d'un ordre juridique à un autre (c'est-à-dire qu'il n'y a pas de barrière à la réincorporation).

Troisièmement, la version la plus dure de la thèse de la convergence articule deux arguments qui semblent contradictoires. D'une part, le système le plus efficace émergera par un processus naturel de sélection généré par le marché mais, d'autre part, il faut valoriser – en terme de politique publique – le régime anglo-américain de gouvernance. Si le droit est neutre (car il va nécessairement s'adapter à l'évolution des pratiques), pourquoi faudrait-il réformer les régimes européens de gouvernance dans le sens d'une plus grande dispersion de l'actionnariat ?

4-2. Les alternatives à la thèse de la convergence : le débat Roe versus La Porta et alii

Au début des années 90, les comparativistes (principalement Roe et Gilson) offrent une alternative novatrice à la thèse de la convergence : selon eux, les systèmes de gouvernance ne convergent pas vers un équilibre unique. Vu l'enracinement politique et culturel des institutions de gouvernance, on ne peut présumer de l'efficacité du seul système anglo-américain. Loin d'être le fruit d'une évolution spontanée, le modèle '*outsider*' est le résultat d'un cadre juridique et de choix politiques fragmentant les institutions financières. En l'absence de ce cadre, un modèle de type '*insider*' aurait pu se développer à la manière européenne. De même, les social-démocraties européennes, parce qu'elles ont fait une série de choix politiques et juridiques privilégiant les rapports entre dirigeants et salariés au détriment de la souveraineté actionnariale, ont favorisé l'émergence de blocs de contrôle destinés à maîtriser les coûts d'agence. En l'absence de ces choix, un actionnariat dispersé aurait pu s'épanouir. L'approche de Roe et consorts s'inscrit en faux contre l'idée selon laquelle le modèle '*outsider*' est destiné à dominer parce qu'il est évolutionnairement supérieur. Elle pose, au contraire, l'existence de plusieurs modèles possibles pour résoudre le problème central de la gouvernance, à savoir la réduction des coûts d'agence. Non seulement, les divers systèmes nationaux peuvent être fonctionnellement équivalents et comparativement

efficaces mais, vu le caractère *path dependent* de l'évolution institutionnelle, les différences nationales peuvent persister indéfiniment.

En 1998, La Porta, Lopes de Silanes, Schleifer et Vishny contestent l'approche de Roe en forgeant une hypothèse qui exerce une influence importante au sein de la littérature contemporaine au point d'avoir acquis une autonomie propre sous l'appellation '*law matters hypothesis*'. L'argument de la Porta et *alii* est basé sur une analyse du modèle britannique de *corporate governance* : la Grande-Bretagne présente une structure éclatée de la propriété (à l'instar des Etats-Unis, l'actionnariat y est fortement dispersé) sans qu'un cadre juridique sévère à l'égard des institutions financière ne puisse être incriminé⁷⁷⁰. Rappelons que Roe soutient la thèse inverse à savoir que la dispersion de l'actionnariat s'explique par l'existence d'un régime juridique hostile aux institutions financières (le choix d'un tel régime étant intimement lié aux préférences politiques et culturelles de la société américaine). Les quatre auteurs proposent alors, résultats empiriques à l'appui⁷⁷¹, l'hypothèse suivante: le niveau de dispersion de la propriété (c'est-à-dire le degré d'éclatement de l'actionnariat) est d'autant plus grand que la protection juridique dont bénéficient les actionnaires minoritaires est meilleure⁷⁷². La qualité de cette protection est fonction de la tradition légale : les pays de *common law* offrent des garanties beaucoup plus importantes aux petits porteurs que les pays de droit civil. Aux Etats-Unis, par exemple, le droit régule, en les canalisant, les comportements opportunistes des *insiders* (les actionnaires de contrôle et les dirigeants). Par conséquent, les investisseurs se sentent plus à l'aise et attachent un prix plus élevé aux actions qui sont mises en vente, ce qui tend globalement à diminuer le coût du capital pour les firmes qui décident d'investir sur les marchés financiers⁷⁷³. De même, les actionnaires de contrôle qui décident de céder leurs actions ne vont pas demander une

⁷⁷⁰ R. LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES, F. SCHLEIFER & R. VISCHNY, « Law and Finance », 106 *Journal of Political Economy*, 1113-1155 (1998) ; voir aussi R. LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANES & F. SCHLEIFER, « Corporate Ownership Around the World », 54 *The Journal of Finance*, 471-517 (1999).

⁷⁷¹ Dans la partie empirique de leur travail La Porta et *alii*, identifient des variables qui sont corrélées avec la dispersion de la propriété. Parmi ces variables, ils isolent le facteur juridique (c'est-à-dire l'absence ou la présence d'un niveau élevé de protection légale des actionnaires minoritaires) comme étant le facteur explicatif dominant.

⁷⁷² Les protections légales qui ont été identifiées par La Porta et *alii*, ont trait, d'une part, à la régulation des droits de vote (exemple : la régulation des arrangements portant atteinte au principe un vote-une voix) et, d'autre part, aux protections légales offertes aux minoritaires à l'encontre des agissements potentiellement oppresseurs des actionnaires de contrôle (exemple : la dilution préjudiciable du capital social).

⁷⁷³ On suppose ici qu'en l'absence de protection légale des minoritaires, la probabilité de comportement opportuniste de la part des actionnaires de contrôle augmenterait, ce qui aurait un impact négatif sur la valeur des parts mise en vente au profit des actionnaires minoritaires.

surprime équivalente à la valeur du contrôle, puisque le droit empêche ces derniers d'exploiter leur position d'*insiders*. Dans les pays de droit civil, au contraire, les petits actionnaires se sentent plus fragiles (car plus exposés à l'opportunisme des *insiders*) ; ils sont donc plus réticents à investir sur le marché. Quant aux actionnaires de contrôle, ils n'auront pas intérêt à diversifier leur investissement car ils retirent des bénéfices privés de leur position de contrôleur. Dans l'ensemble, les actionnaires tendent alors à compenser le moindre niveau de protection dont ils jouissent par la constitution de blocs de contrôle, ce qui aboutit à une concentration plus forte de la propriété (en l'absence de protection légale suffisante, les actionnaires vont se protéger par le biais du contrôle, la détention d'une minorité de blocage leur permettant de résister aux tentatives d'expropriation des dirigeants). La conception de la convergence implicite à cette '*law matters thesis*' a été bien mise en lumière par Brian Cheffins : « *countries will struggle to develop the sort of companies which dominate the US economy unless laws that protect minority shareholders are in place (...) The 'law matters' thesis dovetails neatly with the proposition that a switch towards the American way of doing things would be beneficial. Assuming that a switch to this sort of US-style economy would be beneficial, it follows that policymakers in countries where corporate governance is organised on an 'insider-control-oriented' basis should strive to create the correct regulatory environment.* »⁷⁷⁴ Ainsi, selon la thèse '*law matters*', un processus de convergence vers le modèle américain est à l'oeuvre mais cette convergence est faible, sa réalisation étant conditionnée par l'existence ou non d'un cadre juridique approprié, c'est-à-dire un cadre juridique protecteur des intérêts des minoritaires. Les systèmes de gouvernance évoluent en fonction d'impulsions darwiniennes mais le droit peut, dans certains cas, freiner le processus d'évolution voire le bloquer. Si le modèle '*outsider*' n'est pas encore devenu la référence globale, ce n'est pas parce qu'il n'est pas optimal, mais parce que les différentes nations n'ont pas encore édicté un cadre juridique suffisamment protecteur des intérêts des actionnaires minoritaires. En ce sens, les initiatives récentes qui ont été prises dans certains pays européens en vue d'améliorer le droit des sociétés et le droit financier dans le sens d'une protection accrue des intérêts des minoritaires constituent des pas dans la bonne direction⁷⁷⁵.

⁷⁷⁴ B.R. CHEFFINS, « Corporate Law and Ownership : A Darwinian Link ? » Working Paper, 11-12 (2002), téléchargeable sur <http://www.yale.edu/law/leo/papers/cheffins.pdf>

⁷⁷⁵ Voir par exemple, U. SEIBERT, « Control and Transparency in Business : Corporate Governance Reform in Germany », 10 *European Business Law Review*, 70 (1999).

La thèse de La Porta et *alii* prend donc le contre-pied de celle de Roe : ce n'est pas la politique (et la culture) mais le droit qui constitue un facteur déterminant de l'évolution de formes de gouvernance. Selon la thèse '*law matters*' le modèle américain s'explique par l'existence d'un cadre juridique protégeant les minoritaires, alors que selon la thèse de la *path dependence*, le modèle américain trouve sa source dans des décisions politiques et un climat culturel favorable à la fragmentation des institutions financières. Dans deux contributions récentes, Roe répond explicitement à La Porta et *alii*⁷⁷⁶. Il relève d'abord que l'argument '*law matters*' pose un problème logique: dans les pays où la protection des minoritaires est supposée efficiente, le désavantage principal des blocs de contrôle (à savoir le risque d'expropriation des petits porteurs) tend à disparaître, conduisant à une concentration de la propriété (en l'absence de ce désavantage, les blocs de contrôle ont tendance à se développer car ils favorisent la réduction des coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires). Il relève ensuite que, d'un point de vue historique, le développement du marché financier est bien antérieur à la fondation juridique du modèle Berle et Means (et donc à la mise en œuvre de dispositifs juridiques protecteurs des intérêts des actionnaires). Ainsi, dans le premier tiers du 20^e siècle, l'Europe continentale possédait un marché financier très développé et de nombreux actionnaires minoritaires, alors que le législateur n'avait pas encore instauré de régime juridique très sophistiqué. Pour Roe, le droit suit plutôt qu'il ne précède le développement des marchés financiers : « *corporate and securities law could not historically have been built until after securities markets and public corporations were common : public-regarding players did not know what to do until such markets existed, professionals did not exist with experience to implement the laws, and there were no groups demanding that politicians provide those laws until there were public firms for people to want to regulate.* »⁷⁷⁷ Selon Roe, la thèse de la protection légale des minoritaire n'est valable que pour l'analyse des pays ayant une législation de très mauvaise qualité (exemple : les pays en voie de transition comme les pays de l'Est). En revanche, quand il s'agit de comparer les Etats-Unis et l'Europe continentale, le niveau de protection des actionnaires minoritaires n'est pas le facteur le plus important: la différence de protection légale est trop faible pour expliquer un tel écart dans la dispersion de la propriété. L'existence d'un niveau minimal de protection des

⁷⁷⁶ M. ROE, « Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control », 53 *Stan. L. Rev.*, 539 (2000) ; « Corporate Law's Limits », *Working Paper* n°186, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 1-56 (2002).

⁷⁷⁷ M. ROE, *op.cit.*, 585 (2000).

minoritaires constitue d'ailleurs un *pre-requisite* à l'épanouissement de toute économie de marché minimalement performante. Roe relève ainsi: « *a minimum condition for Berle-Means firms is that majority stockholders be unable to devastate the minority stockholders. Only once that minimal condition is met can the public firm flourish.* »⁷⁷⁸

Pour Roe, les différences dans les structures de propriété et de gouvernance s'expliquent surtout par l'influence de facteurs politiques et culturels. En Europe continentale, par exemple, les social-démocraties ont accentué, politiquement et culturellement, les relations entre les dirigeants et les travailleurs au détriment des actionnaires. Par ce fait, les coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires se sont trouvés augmentés et, en l'absence de dispositifs imposant un niveau très élevé de protection des minoritaires (comme l'existence d'un marché financier suffisamment liquide, la possibilité de recourir à la technique des OPA, le recours à des rémunérations incitatives, etc.), des blocs de contrôle se sont développés pour surveiller les managers. « *Aligning managers with dispersed shareholders is harder in social democracies than elsewhere : owners dislike transparent accounting, which would give employees more information than many owners would like them to have, but transparent accountig is necessary for distant securities holders. Hence, the demand for accounting transparency will be weaker in the social democracies and, with accounting opaque, close owners (who can privately extract information from the firm and its managers) persisted.* »⁷⁷⁹

Récemment, l'opposition entre la thèse '*law matters*' et la thèse '*path dependency*' a fait l'objet d'une reformulation originale consistant à articuler les deux positions au sein d'une même approche. Cette reformulation est le fruit des travaux de John Coffee. A l'instar de Roe et de Gilson, Coffee est originaire de la '*Columbia Law School*'. Toutefois, s'il partage bon nombre d'intuitions avec ses deux collègues, il occupe une place à part de telle sorte qu'on ne peut pas ranger ses travaux sous le label comparativiste. Pour Coffee, qui s'est appuyé sur une reconstruction historique des transformations qui ont affecté les marchés financiers anglo-américains et européens aux 19^e et 20^e siècles, la convergence des régimes de gouvernance proviendra moins d'une modification formelle des institutions en vigueur que d'un processus informel d'adaptation. Il soutient que l'évolution des systèmes juridiques formels de gouvernance en direction d'un équilibre unique (supposé être équivalent au modèle '*outsider*'

⁷⁷⁸ M. ROE, *op.cit.*, 586 (2000).

⁷⁷⁹ M. ROE, *op.cit.*, 600 (2000).

d'actionnariat dispersé) est rendue difficile à cause du caractère *path dependent* du développement institutionnel. Selon lui, les tenants de la *path dependence* ont bien diagnostiqué que le changement des règles juridiques formelles est un processus très lent voire marginal. « *Corporate governance is more than simply a technology. Infused with politics and shaped by history, it is not a variable that a firm can simply elect or contract around. Rather, it is an important constraint that limits and channels corporate evolution, even in very transitional times.* »⁷⁸⁰ Les changements formels, dans la mesure où ils requièrent une intervention législative, sont fréquemment bloqués sous la pression de groupes de *lobbying* possédant un intérêt au *statu quo*. Ils sont, en outre, toujours fonction de la trajectoire historique qui a été adoptée. Toutefois, en l'absence d'une convergence formelle, une convergence fonctionnelle va avoir lieu par le biais de dispositifs auto-régulateurs issus des milieux financiers. A défaut de mécanismes juridiques adéquats de protection des actionnaires minoritaires, un système d'actionnariat dispersé peut émerger si des substituts fonctionnels au droit formel se mettent en place. Pour l'essentiel, ces substituts proviennent des marchés financiers, que ce soit via le développement des normes IAS (*'International Accounting Standards'*) ou via les *'listing rules'* édictées par les autorités de marchés. De ce point de vue, les Etats-Unis possèdent une longueur d'avance sur les européens. Dès le 19^e siècle, le New York Stock Exchange a instauré un mécanisme informel producteur de normes à destination des milieux financiers. En Europe Continentale, par contre, les autorités publiques se sont opposées à l'autorégulation des instances financières et ce, pour diverses raisons politiques et culturelles liées, pour l'essentiel, à la conception beaucoup plus centralisatrice du rôle de l'Etat. Ainsi, pour Coffee, les structures institutionnelles privées jouent un rôle beaucoup plus important, en tant que vecteurs d'évolution et de convergence, que les règles juridiques étatiques, même si l'influence de l'autorégulation est elle-même fonction de l'existence d'un cadre légal approprié, c'est-à-dire un cadre légal qui autorise voire encourage la production d'une normativité privée. De ce point de vue, la thèse de Coffee renvoie dos à dos les défenseurs de la *'law matters'* et ceux de la *path dependence* : « *if self-regulation appears to have been the principal catalyst for the growth of equity securities markets in the U.S, this finding seen to undercut the La Porta, Lopes de Silanes, Schleifer and Vischny thesis that dispersed ownership and liquid markets arise only when minority shareholders are accorded strong legal*

⁷⁸⁰ J. C. COFFEE Jr, « The Future as History : The Prospects for Global Convergence in *Corporate Governance* and its Implications », *Working Paper* n°144, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 11 (1999).

rights. »⁷⁸¹ « More generally, if dispersed ownership arose principally through private ordering, law may still 'matter' (although different legal institutions become central to the extent that they enabled or facilitated such private ordering) but politics matters much less (...) If politics has not been as central as the private institutional networks that enabled self-regulation and private bonding to work, then the central implication for the future is that self-regulation might take hold in Europe and in the transitional economies, even though optimal legislation remains lacking. »⁷⁸² Ajoutons que, pour Coffee, la convergence fonctionnelle présuppose une croyance en la supériorité d'un modèle par rapport à un autre. En ce sens, l'équilibre unique vers lequel convergent (fonctionnellement) les systèmes de gouvernance ne consiste pas en un système hybride (consistant en un mélange d'éléments 'insider' et d'éléments 'outsider') mais un système unique. En effet, « given the institutional barriers to convergence (au sens de 'formal convergence'), functional convergence is predictable only to the extent that one governance system begins to outperform another. Then, and only then, does a competitive response become necessary. »⁷⁸³ Aujourd'hui, vu les évolutions qui se dessinent dans la pratique, c'est le système 'outsider' qui surpasse le modèle 'insider', non seulement au niveau des gains d'efficacité qu'il génère, mais aussi parce qu'il encourage la création d'un capitalisme plus ouvert (car moins dominé par les institutions financières ou autres grands actionnaires de référence) et favorise l'esprit d'entreprise. Le *New York Stock Exchange* joue un rôle pivot dans cette évolution. Grâce à la mondialisation des marchés, de nombreuses sociétés cotées émigrent vers le *New York Stock Exchange*. Les 'listing rules' édictées par les autorités de marché américaines exercent donc une influence déterminante dans la réalisation de la convergence fonctionnelle. La conclusion qui découle de ce raisonnement est qu'il faut encourager l'autorégulation des milieux en évitant une approche trop formaliste ou centralisatrice de la régulation juridique. Coffee attribue le manque de dynamisme de la bourse de Paris (comparativement à la bourse de Londres) à la trop grande intrusion des pouvoirs publics : « the intrusive role of state regulation, which discourages private self-regulatory initiatives, appears to have a factor in its competitive decline. »⁷⁸⁴

⁷⁸¹ J. C. COFFEE Jr, « The Rise of Dispersed Ownership : The Role of Law in the Separation of Ownership and Control », *Working Paper n°182*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 69 (2001).

⁷⁸² J. C. COFFEE Jr, « Convergence and its Critics : What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control ? », *Working Paper n°179*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 55 (2000).

⁷⁸³ J. C. COFFEE Jr, *op.cit.*, 83 (1999).

⁷⁸⁴ J. C. COFFEE Jr, *op.cit.*, 1 (2001)

Selon l'auteur, la convergence formelle va suivre la convergence fonctionnelle. A moyen ou long terme, le droit finira par avaliser les solutions fonctionnelles qui auront été développées par les milieux intéressés : « *for the future, the most likely scenario is that, once these forces* (les forces que constituent les initiatives autorégulatoires) *have created a stronger constituency for open and transparent markets, that constituency will likely demand and obtain the necessary legislative reforms that fill the inevitable gaps.* »⁷⁸⁵

A titre indicatif, notons qu'un auteur comme Ronald Gilson a développé un raisonnement assez proche de la thèse de Coffee sur l'autorégulation. A l'instar de Coffee, Gilson soutient que la convergence qui s'observe aujourd'hui (et qui est dictée par les forces de la concurrence) est fonctionnelle avant d'être formelle.⁷⁸⁶ Selon lui, l'efficacité d'un système de gouvernance se mesure à son caractère plus ou moins flexible, c'est-à-dire à sa capacité à s'adapter et à réagir plus ou moins rapidement à un environnement changeant. « *From this perspective, the corporate governance system serves as an equilibrating device, an agent of adaptive efficiency that forces the corporation to respond when a change in the environment disrupts a previously stable pattern.* »⁷⁸⁷ Le succès d'un système de gouvernance dépend de la capacité de ce dernier à accomplir, à l'aide d'une série de dispositifs institutionnels forgés par l'histoire et la politique, les fonctions nécessaires à la réalisation d'une production suffisante. Ce succès dépend, en grande partie, de la plus ou moins grande adéquation des caractéristiques institutionnelles du système (qui sont *path dependent*) avec l'environnement économique (notamment les conditions technologiques, industrielles, financières, etc.) auquel il est exposé. Gilson émet toutefois des doutes quant à la faculté des systèmes formels de gouvernance à réaliser cette adaptation. Pour lui, le changement proviendra moins d'une modification formelle des institutions en vigueur que d'un processus informel d'adaptation. En effet, la convergence formelle est rendue plus difficile à cause des coûts attachés à la modification de la trajectoire adoptée : « *new institutions require new investment, and existing institutions will have developed*

⁷⁸⁵ J. C. COFFEE Jr, *op.cit.*, 92 (2001)

⁷⁸⁶ Gilson définit la convergence fonctionnelle de la manière suivante : « *functional convergence (occurs) when existing institutions are flexible enough to respond to the demands of changed circumstances without altering the institutions' formal characteristics.* », in R. GILSON, « The Globalization of Corporate Governance : Convergence of Form or Function », *Working Paper n°174*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 32 (2000).

⁷⁸⁷ R. GILSON, « When do Institutions Matter ? », 74 *Wash. U. L. Q.*, 327 (1996)

related interest groups that render more difficult any necessary political action. »⁷⁸⁸.

Les réformes en cours doivent donc s'orienter vers une amélioration de la flexibilité des dispositifs de gouvernance, c'est-à-dire qu'il faut accroître la faculté de ces derniers à fournir des réponses organisationnelles rapides et peu coûteuses aux changements du contexte économique. Contrairement à Coffee, Gilson ne semble pas – au travers de son concept d' '*adaptive efficiency*' – renvoyer à une quelconque supériorité du modèle anglo-américain⁷⁸⁹. Il prend d'ailleurs l'exemple du système allemand de la co-détermination pour montrer les effets positifs de cette institution : dans un environnement technologique incertain, la présence des travailleurs au conseil d'administration facilite la réalisation d'un compromis entre les intérêts des diverses parties prenantes. « *A particular corporate governance feature like labour board representation might facilitate the trade off between commitment and adaptability in a world of rapid technological change* ». ⁷⁹⁰

4-3. Path dependence et 'non-convergence' : une articulation ambiguë

Comment les modèles de gouvernance évoluent-ils ? Convergent-ils ou non vers un modèle unique ? Dans l'affirmative, ce modèle est-il un modèle '*outsider*', tel celui pratiqué aux Etats-Unis, ou bien un modèle hybride composé d'éléments se rattachant tant à la gouvernance américaine qu'à la gouvernance européenne continentale ? Ces questions, qui sont au cœur de la réflexion contemporaine sur la convergence, reçoivent chez Mark Roe une réponse originale qui se démarque de l'approche néo-classique de la convergence. Mais le raisonnement poursuivi par l'auteur souffre d'une ambiguïté fondamentale (que l'on peut même qualifier d'impasse). Nous tentons, ici, de la mettre en lumière.

Dans notre section précédente, nous avons montré que l'approche comparativiste fait implicitement référence à une forme de décisionnisme : la dépendance des systèmes de

⁷⁸⁸ Ibidem, 12.

⁷⁸⁹ Gilson souligne d'ailleurs que, dans la littérature contemporaine, le jugement au sujet de l'efficacité des divers systèmes de gouvernance est fonction de la période durant laquelle ce jugement est rendu. Dans les années 80, les modèles japonais et allemand de gouvernance recueillaient les faveurs de la doctrine alors que, depuis le milieu des années 90, le système américain est considéré comme l'étape ultime de l'évolution vers l'optimalité. Ainsi, « *the form on which systems would converge differed depending on which national system appeared most successful at the time of the discussion.* » in R. GILSON, *op.cit.*, 3 (2000).

⁷⁹⁰ R. GILSON, *op.cit.*, 344 (1996).

gouvernance à l'égard de facteurs politiques, historiques et culturels ne permet pas de hiérarchiser ces systèmes au regard de leur efficacité, chaque système étant, en quelque sorte, efficace par rapport à lui-même. Sur base de quel fondement, en effet, pourrait-on dire que les préférences culturelles américaines sont meilleures et plus efficaces que celles des pays européens ? Les évolutions auxquelles Roe fait allusion restent internes aux divers systèmes en présence. Ceci explique notamment pourquoi l'auteur met l'accent sur la complémentarité institutionnelle qui caractérise tout système de gouvernance: les systèmes sont des arrangements complexes d'éléments interdépendants et complémentaires.⁷⁹¹

Toutefois, Roe ne semble pas se satisfaire de l'option relativiste car il admet que certains systèmes, ou à tout le moins certains éléments de ces systèmes, sont plus efficaces que d'autres ; leur efficacité relative étant jaugée à l'aune de leur plus ou moins grande résistance aux impulsions transmises par les forces de la globalisation marchande. Il soutient ainsi, que les « *institutions that have survived cannot be too inefficient, evolution-toward-efficiency constrains but does not fully determine the institutions we observe.* »⁷⁹² De même, à la question de savoir si les forces du marché ne sont pas aujourd'hui telles qu'elles 'forcent' les acteurs à adopter la structure de gouvernance la plus efficace (sous peine d'être éliminés du marché), il répond: « *globalization would discourage persistence of a suboptimal structure if the difference in total value between the best structure and the suboptimal one is large enough. That is, globalization would end persistence if inefficiencies are always so large that they would largely obliterate firms with suboptimal structure, i.e., that there would be no 'mere ten percent' inefficiencies.* »⁷⁹³

⁷⁹¹ Voir à ce sujet notre section consacrée à la dimension spatiale de la *path dependence*. Notons, à titre indicatif, que l'argument consistant à valoriser la consistance des formes de gouvernance présente certaines analogies avec celui développé par Gunther Teubner qui montre, à partir de la théorie systémique de l'autopoïèse que chaque système juridique fonctionne selon une dynamique qui lui est propre et qui est profondément culturelle. Dans la théorie systémique, la société est composée, suite à un processus de différenciation fonctionnelle, de différents systèmes autopoïétiques (la politique, le droit, l'économie, la science, la religion, etc.) qui sont autant de sous-systèmes communicationnels fonctionnant selon une logique auto-référentielle. La communication entre les différents sous-systèmes fonctionne selon une logique particulièrement complexe. L'information ne peut jamais être transférée de manière directe mais chaque système qui reçoit une information extérieure reconstruit et intègre cette information de manière interne en fonction de son propre code binaire qui lui sert à différencier (légal/illégal pour le droit, vrai/faux pour la science, etc.). Cette 'clôture' partielle de la communication a des conséquences en terme de régulation puisqu'elle met en lumière les difficultés inhérentes à toute action extérieure au système lui-même. Ainsi, une institution juridique ne se laisse pas greffer mécaniquement sur un système qui lui est étranger. Voir G. TEUBNER, « Legal Irritants : Good Faith in British Law or How Unifying Law End Up in New Divergences », 61 *Modern Law Review*, 1 (1998).

⁷⁹² M. ROE, *op.cit.*, 641 (1996)

⁷⁹³ L. A. BEBCHUCK & M. J. ROE, *op.cit.*, 21(1999)

En somme, le critère d'efficience⁷⁹⁴ qu'il mobilise pour déterminer quel est le meilleur système renvoie au mécanisme de la sélection naturelle: *in fine*, ce sont les forces de la concurrence qui permettront de déterminer le meilleur système. Indépendamment des effets de *path dependence*, le marché joue un rôle non négligeable dans la production d'un système de gouvernance efficient et ce, même si celui-ci ne contraint que faiblement les différents agents dans leur recherche d'une structure optimale. Les forces marchandes produisent leurs effets là où les inefficiences qu'engendre le maintien d'une structure suboptimale de gouvernance deviennent plus importantes que les coûts résultant de l'abandon de cette structure. Chez Roe, la délicate question de la convergence semble donc endogénéisée au sein d'un calcul de type coûts-bénéfices : une convergence va se produire là où les bénéfices résultant de l'alignement des divers régimes de gouvernance excèdent les coûts engendrés par les adaptations que cette convergence implique pour chaque système. «*Efficiency limits (the) persistence of arrangements which are no longer up to date.*»⁷⁹⁵ Certes, il y a des aspects de contraintes de sentier empêchant les systèmes d'atteindre un optimum, mais quand les pressions compétitives sont extrêmement fortes, comme c'est le cas actuellement avec la globalisation, les facteurs de *path dependence* ne comptent plus tant que cela et les dispositifs les plus efficaces (c'est-à-dire ceux dont les avantages dépassent largement les coûts) vont avoir tendance à survivre. Les acteurs ne possèdent pas toujours les bonnes ressources pour échapper à des blocages temporaires (notamment parce qu'ils sont influencés par leur culture et leur histoire) mais, dans l'ensemble, ils perçoivent les contraintes de la globalisation et tâchent de les anticiper en faisant des calculs de type coûts-bénéfices.

Ce positionnement ne traduit-il pas une ambiguïté fondamentale de Roe en ce qu'il constitue une sorte de retour sur une position que l'auteur entendait critiquer, à savoir que les résultats d'évolution coïncident avec les résultats découlant d'un calcul d'optimisation, c'est-à-dire qu'il est possible de déterminer, de l'extérieur, quel est le meilleur équilibre possible?

⁷⁹⁴ L'efficience sur laquelle il s'appuie est une efficience qu'il qualifie de dynamique : « '*Efficiency*' is a surprisingly imprecise word, sometimes referring to efficiency in exchange, sometimes to efficiency in production, and usually in economic analysis of law to Kaldor Hicks style wealth maximization. It usually is a snapshot, a static economic look, with more efficient arrangements producing more value than less efficient ones. In this essay, I mean something further : that the productive system is also 'efficient' in maximizing wealth over time. » in M. ROE, « Backlash », in *Corporate Governance Today – The Sloan Project on Corporate Governance at Columbia Law School*, 803, note 3 (May 1998).

⁷⁹⁵ L. A. BEBCHUCK & M. J. ROE, *op.cit.*, 27 (November 1999)

V. Les apports de l'approche comparativiste à la théorie de la corporate governance

Dans l'approche contractualiste dominante (la théorie des contrats et la théorie des coûts de transaction), la gouvernance d'entreprise se réduit à un problème d'aménagement des incitations en vue d'optimiser les coûts de la contractualisation. Selon ce modèle contractuel, l'actionnariat salarié constitue un dispositif incitatif permettant d'aligner les intérêts des travailleurs et des actionnaires (en tant que créanciers résiduels de la firme) et de fidéliser le personnel. On a vu que cette approche repose sur une conception 'computationnelle' de la rationalité, c'est-à-dire une rationalité 'optimisatrice' qui est capable de déterminer *ex ante* les mécanismes (contractuels et organisationnels) nécessaires à la réalisation d'un équilibre optimal (même compris en terme de '*second best*').

L'approche en terme de *path dependence* que nous venons d'exposer propose une alternative critique à ce modèle standard. En mettant en exergue l'irréductible enracinement historique, politique et culturel des dispositifs de gouvernance, elle 'intuitionne' que la production d'une gouvernance adéquate nécessite d'autres opérations de choix que celle du calcul d'anticipation propre à la raison stratégique. Elle aide à voir combien la théorie dominante de l'efficacité des modèles de *corporate governance* doit être approfondie : la solution d'intérêt commun, à savoir celle qui paraît la meilleure possible dans un contexte donné, ne dépend pas uniquement du seul jeu de la rationalité computationnelle (comme c'est le cas dans la théorie des contrats et des coûts de transaction) mais elle dépend également de variables contextuelles propres à la nation concernée.

Reprenons brièvement les variables qui ont été mises à jour par les comparativistes :

- L'histoire est le premier facteur mis en exergue. La spécificité d'un système de gouvernance s'explique, pour partie, par la trajectoire de développement qui s'est dessinée au départ de choix initiaux pouvant être arbitraires ou accidentels. Cette attention portée à l'histoire constitue, on l'a vu, une critique de la vision néo-

classique de la sélection naturelle sous-jacente à la théorie contractualiste dominante qui postule une fin de l'histoire de la gouvernance, les divers systèmes de gouvernance convergeant progressivement vers un équilibre unique (à savoir le système anglo-américain de *'dispersed ownership'*).

- La politique, ensuite, joue un rôle crucial dans la configuration des modèles de gouvernance existants. Ainsi, aux Etats-Unis, le caractère dispersé de l'actionnariat s'explique, entre autres facteurs, par une série de décisions politiques fragmentant les institutions financières. Dans les social-démocraties d'Europe Continentale, les choix politiques en faveur d'un contrôle salarial indirect sur les décisions managériales (par le biais de la concertation sociale) obligent les dirigeants à minimiser le coût social de leurs décisions. Par ce fait, les actionnaires, dans leur fonction de surveillance des managers, tendent à privilégier une concentration des titres en vue de conserver des minorités de blocage significatives pour exercer un contre-pouvoir suffisant à l'encontre des pressions sociales pesant sur les dirigeants.
- Enfin, la culture (c'est-à-dire les préférences culturelles des acteurs) influence les effets attendus des dispositifs de gouvernance. Par exemple, en France et aux USA les préférences culturelles quant au montant maximal acceptable de rémunération des dirigeants des grandes entreprises sont des éléments déterminants pour comprendre quels sont les mécanismes les plus efficaces pour contrôler les managers. Là où - comme c'est le cas en France - il existe une hostilité culturelle à l'encontre des grosses fortunes, les dirigeants opportunistes tendent à développer des stratégies opaques de *'self-dealing'* (par exemple, des délits d'initiés). Par contre, là où - comme c'est le cas aux Etats-Unis - il n'existe aucune aversion culturelle pour les rémunérations élevées, l'opportunisme des dirigeants s'incarne dans d'autres types de stratégies (par exemple, l'attribution d'un montant excessif de stock options). Pour reprendre l'expression de Roe, « *identical institutions could produce widely varying results if we just vary one cultural consideration.* »⁷⁹⁶

Ces trois variables avaient déjà été correctement mises en lumière dans les travaux de Douglass North mais, outre le fait qu'elles n'avaient pas été abordées dans la même

⁷⁹⁶ M. ROE, "Can Culture Ever Constrain the Economic Model of Corporate Law?", *Working Paper n°381*, Harvard Law School, J. Olin Center for Law, Economics and Business, 3 (April 2002).

perspective (la *path dependency*), elles n'avaient pas été appliquées à la théorie de la *corporate governance*⁷⁹⁷. L'approche ouverte par les comparativistes semble toutefois aller plus loin que celle de North. Alors que North se limite finalement à réfléchir aux mécanismes institutionnels nécessaires à la construction d'un équilibre compris en terme de minimisation des coûts de transaction, les comparativistes amorcent un dépassement plus radical de la perspective contractualiste incitative. Cette dernière est supposée corrigée par une meilleure description des différents facteurs contextuels qui conditionnent l'évolution et, par extension, l'efficacité des dispositifs de gouvernance. Ces facteurs semblent renvoyer à ce qu'appelle l'idée même de rationalité limitée que semblent avoir manqué les contractualistes et les néo-institutionnalistes, à savoir la référence de la rationalité à une extériorité - le contexte - sur laquelle elle prend appui⁷⁹⁸. Par conséquent, ce n'est pas seulement à la lumière des comportements maximisateurs des actionnaires et des managers que se déterminent les règles de *corporate governance*, mais aussi au regard du contexte de chaque système concerné.

Toutefois, comme nous avons tenté de le montrer dans les sections précédentes, l'approche comparativiste de Roe souffre d'une ambiguïté fondamentale qui atteste de l'insuffisance de sa construction théorique. D'un côté, il tente de prendre en compte l'enracinement culturel des divers systèmes de gouvernance, mais son raisonnement débouche sur une position relativiste qui l'empêche de porter un jugement d'efficacité sur ces divers systèmes. D'un autre côté, il veut faire droit à la possibilité de hiérarchiser les systèmes de gouvernance (certains systèmes seraient plus efficaces que d'autres), mais il retombe alors dans le modèle classique de la sélection naturelle qu'il s'efforçait de critiquer au nom du fait que celle-ci est fondée sur une conception formaliste de l'efficacité totalement indépendante du contexte culturel.

Dans cette section finale, nous voudrions revenir sur ce problème, afin de montrer qu'il se répercute sur la manière dont Roe conçoit les conséquences institutionnelles de son hypothèse.

Nous avons montré que le relativisme n'était pas absent des travaux comparativistes. En effet, si on l'interprète dans le sens d'une sorte de décisionnisme des préférences, le

⁷⁹⁷ Chez North, la culture est une information socialement transmise qui oriente la manière dont les agents vont traiter les informations issues de leur environnement.

⁷⁹⁸ Parmi les économistes, Herbert Simon est un des seuls à avoir correctement intuitionné que la rationalité ne tire sa possibilité que d'un extérieur à elle-même.

raisonnement de Roe évacue toute position normative : l'efficacité d'un modèle de gouvernance n'étant pas uniquement fonction d'un calcul économique (de type minimisation des coûts) mais aussi de variables contextuelles et de préférences culturelles non hiérarchisables (la politique, la culture, l'état de la production industrielle, etc.), chaque système est efficient par rapport à lui-même. Vue sous l'angle relativiste, l'approche en terme de *path dependence* conduit alors simplement à démontrer l'existence d'équilibres multiples. On trouve, dans les textes de Roe, plusieurs formulations allant dans ce sens :

- « *If the foreign systems are about as good but different, we might have to jettison or modify classical evolution-to-efficiency as sufficient to explain what we see.* »⁷⁹⁹
- « *Yet for each system to survive, it could not have been grossly inefficient. At a minimum, its inefficiencies had to be counterbalanced by efficiencies elsewhere in the system (...) But with the German, American, and Japanese economies roughly equally successful, each national corporate governance system could not have been grossly debilitating.* »⁸⁰⁰
- « *An American economics-oriented analyst might then think that this imagined alternative culture, exemplified by the French possibility, was inefficient (...) And, true, inside that three person game, the three players in America would have fewer options to reequilibrate than they now do. But that does not necessarily make the other cultures poorer, less efficient or less fair. People's preferences are paid attention to, and the resulting equilibrium might yield a dollar or two less in GNP, as conventionally measured, but if the cultural preference differs, aggregate utility would be higher there if structures bend to the preference.* »⁸⁰¹

Cette position a évidemment à des conséquences problématiques quant à la possibilité d'effectuer une transformation sociale des systèmes de gouvernance: si on ne peut les classer en fonction de leur efficience, il faut supposer qu'en définitive, chaque système

⁷⁹⁹ M. ROE, *op.cit.*, 644 (1996).

⁸⁰⁰ M. ROE, *op.cit.*, 648 (1996).

⁸⁰¹ M. ROE, *op.cit.*, 11 (April 2002).

traduit un équilibre qui 'maximise' ses préférences culturelles⁸⁰². Tout au plus pourra-t-on juger qu'un système est efficient ou non par rapport à lui-même, en fonction du constat selon lequel il respecte ou non ses préférences culturelles. Mais, dans cette optique, les préférences culturelles sont assimilées à un ensemble de stéréotypes objectivables et homogènes, c'est-à-dire à un 'donné' non conflictuel et univoque chez l'ensemble des membres du groupe social ? On perçoit le caractère problématique d'une telle conception de la culture. Comme le laisse déjà percevoir le sens commun, les problèmes d'action collective se posent précisément là où les perceptions et les croyances varient, voire s'opposent, celles-ci étant rarement figées et homogènes. L'histoire, la politique et la culture sont des catégories dynamiques (elles changent et évoluent) ; les réduire à des stéréotypes déterminables *a priori* aboutirait à une position que les comparativistes entendraient critiquer, à savoir, la possibilité de déterminer, par un raisonnement formel, quel est l'équilibre efficient au regard des contraintes contextuelles existantes (l'efficience d'un système serait dictée par le fait que celui-ci respecte ou non son histoire, sa politique ou sa culture).

La thèse développée par Roe, surtout dans ses derniers travaux, ne se limite toutefois pas au décisionnisme. Comme nous l'avons montré dans notre section précédente, il semble admettre que les systèmes de gouvernance évoluent et qu'il est peu réaliste de considérer que chaque système conduit à un équilibre efficient au regard de la nation concernée. Il juge certains systèmes, ou à tout le moins certains éléments de ces systèmes, plus efficaces que d'autres, leur efficacité relative étant jaugée à l'aune de leur plus ou moins grande résistance aux impulsions transmises par les forces de la concurrence. Chez Roe, ce sont les forces de la concurrence qui déterminent la plus ou moins grande survie des dispositifs de gouvernance, même si cette détermination est faible et imparfaite, car, vu leur ancrage historique, politique et culturel, les institutions de gouvernance ne réagissent que très lentement aux modifications de l'environnement économique. La politique, l'histoire et la culture sont, en quelque sorte, des contraintes, des coûts, qui ralentissent voire, dans certaines situations, qui favorisent la réalisation d'un équilibre supérieur. Comme il le souligne dans un article récent dans lequel il analyse l'aversion culturelle des français pour la fixation d'un montant très élevé de rémunération pour les managers: « *I sketch out how culture, such as attitude towards*

⁸⁰² L'exemple que Roe évoque dans son article d'avril 2002 est particulièrement révélateur. Il analyse l'impact qu'ont les préférences culturelles quant au mode maximal de rémunération des managers sur l'efficience des mécanismes visant à canaliser l'opportunisme managérial et notamment les OPA.

*wealth, can facilitate or retard that Coasian restructuring : almost automatic in the United States, that new division of the pie would encounter stiff resistance elsewhere. Culture can vary the costliness of substitutes in the economic model. And, by varying costs, culture can vary the efficacy of the substitutes. Culture could limit this Coasian re-structuring, but in the United States it does not. »*⁸⁰³

Les conséquences institutionnelles que Roe tire de son approche sont les suivantes. Il propose de faire jouer, dans le droit américain (ou inversement dans les différents droits européens continentaux), une concurrence entre divers dispositifs de gouvernance, c'est-à-dire des dispositifs ressortissant tant du modèle 'insider' que du modèle 'outsider'.⁸⁰⁴ Selon lui, « *a national economy in which finance-centered governance competed with managerial-centered governance would be better than one with either system alone, because each governance system has strengths that fit different kinds of production better than those of the other.* »⁸⁰⁵ Cette proposition renvoie, semble-t-il, à l'idée selon laquelle les nations pourraient minimiser les effets de la *path dependence* en permettant à leurs entreprises de recourir à des dispositifs étrangers, le tri entre les bons et les mauvais dispositifs s'effectuant, sur le long terme, par le biais de la concurrence marchande. En diversifiant les dispositifs fournis par le système, il s'agirait, en quelque sorte, de procurer aux acteurs de l'information supplémentaire pour les aider à s'affranchir de leurs stéréotypes (résultant de leur ancrage historique, politique et culturel). In fine, les différents systèmes de gouvernance vont progressivement converger vers un modèle hybride, comprenant à la fois des éléments propres au système 'outsider' et des éléments du système 'insider'. « *Competition between the two forms, especially competition in the same national society, should bring out the best of both.* »⁸⁰⁶ Bratton et Mc Cahery semblent qualifier cette approche d' 'exercice de 'national-level comparison' : « *national-level comparison, then, is a cross-reference exercise in which firms and regulators experiment with new, imported techniques – the same exercise carried out in the global framework under the rubric of convergence to best practice (...)* In the national story the incentive lies in the search for national-level advantage, with global advantage coming to bear as an additional but not essential factor. If, for example, institutional monitoring holds a productivity advantage for American firms, then some American firms presumably will want to try it-and will have

⁸⁰³ M. ROE, *op.cit.*, 3 (April 2002).

⁸⁰⁴ M. ROE, *op.cit.*, 234 (1994) & M. ROE, *op.cit.*, note 17 (1996)

⁸⁰⁵ *ibidem*.

⁸⁰⁶ M. ROE, *op.cit.*, 257 (1994).

an incentive to work toward the removal of regulatory barriers-towards the end of gaining a cost advantage over domestic competitors. If no productivity advantage proves out, no one should be the worse off since the experiment can be abandoned quickly. The national and global framework overlap in one respect. Extensive national-level experimentation in cross reference could mean incidental steps in the direction of global convergence to a superior, hybrid governance system. »⁸⁰⁷ Notons que ce raisonnement se concilie difficilement avec la prise en compte du caractère nécessairement consistant des régimes de gouvernance qui suppose l'impossibilité de diviser les différentes composantes d'un système. Cette difficulté traduit, au niveau plus concret des conséquences institutionnelles, l'ambiguïté fondamentale de Roe, à savoir son incapacité à s'affranchir du relativisme sans retomber dans la conception formelle de l'efficience qu'il prétendait dénoncer.

⁸⁰⁷ W. BRATTON & J. A. McCAHERY, *op.cit.*, 30 (2000)

CONCLUSIONS GENERALES

La thèse que nous avons voulu défendre dans ce travail consiste à démontrer que, dans le domaine de l'actionnariat salarié, la production d'une gouvernance efficiente appelle l'instauration de dispositifs institutionnels spécifiques organisant la coopération entre les diverses parties intéressées (les salariés, les dirigeants, les actionnaires). Nous avons tenté de montrer que les solutions aujourd'hui proposées par la littérature dominante pour aménager l'actionnariat salarié restent rivées à une conception trop restreinte de cette exigence coopérative. Elles sont, en effet, fondées sur une approche de l'entreprise et de sa gouvernance - l'approche contractualiste - qui reste en défaut de prendre en compte la nécessité de renforcer les dispositifs institutionnels incitant les acteurs à adopter des stratégies coopératives. Selon cette approche contractualiste l'arrangement qui maximise l'efficience de l'entreprise consiste à organiser la gouvernance par référence aux intérêts des seuls actionnaires, l'actionnariat salarié se réduisant alors à un mécanisme incitatif de nature contractuelle destiné à aligner les intérêts du personnel sur ceux des actionnaires, mis en position de créanciers résiduels.

Notre travail a permis de mettre en lumière le caractère réducteur d'une telle approche. D'un point de vue empirique, nous avons montré - à travers l'étude du régime juridique de l'actionnariat salarié aux Etats-Unis - que la jurisprudence révèle, directement ou indirectement, l'insuffisance de la conception contractualiste de la gouvernance de l'actionnariat salarié. D'un point de vue théorique, nous avons vu qu'au sein même de la théorie économique contemporaine se construit progressivement l'idée que l'efficience de la gouvernance ne dépend pas du seul jeu de mécanismes formels de coordination - les contrats incitatifs - mais qu'elle est conditionnée par la mise en place de dispositifs d'apprentissage collectif permettant aux acteurs d'ajuster leurs représentations pour réaliser l'objectif visé, à savoir améliorer la performance des entreprises dans un environnement globalisé.

En guise de conclusion générale, nous proposons d'opérer, en trois temps, un rapide retour sur le parcours qui a été à la base de cette hypothèse. Nous en dégagerons ensuite les prolongements les plus évidents.

1. Dans un premier temps, nous avons effectué une analyse qualifiée d' 'empirique' des dispositifs juridiques encadrant l'actionnariat salarié aux Etats-Unis et en France.

D'abord, au travers d'une étude du régime des '*Esops*' en droit américain, nous avons fait apparaître la spécificité institutionnelle du dispositif encadrant l'actionnariat salarié aux Etats-Unis. Cette étude nous a permis de conclure au rattachement de ce dispositif à un modèle de gouvernance orienté vers la maximisation des intérêts des seuls actionnaires et fondé sur la prépondérance forte de la finance de marché.

Ensuite, nous avons mis à jour un certain nombre de dysfonctionnements générés par le dispositif *Esop*, résultant, pour la plupart, de la possible instrumentalisation des plans par les managers au détriment des intérêts des travailleurs. A travers la jurisprudence, nous avons montré que les solutions juridictionnelles proposées pour résoudre ces inefficiences consistaient à mobiliser un critère univoque et de nature exclusivement financière pour évaluer le caractère légitime ou non des décisions mettant en jeu les intérêts des travailleurs. Les juges se limitent à un contrôle 'procédural' des décisions incriminées. Justifié par le respect de la frontière traditionnelle entre légalité et opportunité, ce type de contrôle consiste à vérifier si la décision incriminée a fait l'objet d'une expertise suffisamment indépendante. La jurisprudence américaine montre qu'il n'appartient pas au juge de suppléer aux déficiences du dispositif en déterminant, en substance, quelle est la solution qui maximise l'intérêt collectif, mais qu'il lui appartient plutôt de veiller à ce que les décisions des acteurs aient été prises au terme de procédures objectivement déterminables.

L'examen critique du droit américain nous a alors conduit à formuler l'hypothèse suivante : les dysfonctionnements identifiés à travers la jurisprudence ne constituent-ils pas un symptôme de la nécessité de réaménager le modèle actionnarial de gouvernance ? Face à la pluralité des intérêts qui composent l'actionnariat salarié, les problèmes liés à leur articulation ne pourraient-ils pas être appréhendés de manière

plus efficiente en organisant un dispositif partenarial mettant en présence discursive toutes les parties intéressées ? Aujourd'hui, on constate d'ailleurs qu'au sein même du système américain, des propositions sont faites pour institutionnaliser une certaine coopération au sein des plans d'actionnariat salarié, comme en témoigne la récente 'proposition de loi Kennedy'. Pour étayer cette intuition, nous nous sommes tournés vers l'étude du droit français de l'actionnariat salarié. Celui-ci constitue un révélateur particulièrement intéressant du besoin ressenti d'instaurer des dispositifs institutionnels de gouvernance de l'actionnariat salarié faisant appel aux différents acteurs concernés. En effet, les solutions juridiques mises en œuvre par le législateur français traduisent l'émergence d'une configuration 'partenariale' (ou coopérative) de la gouvernance de l'actionnariat salarié, au sens où les travailleurs et leurs représentants sont intégrés dans les organes de gestion des plans. En cela, la configuration institutionnelle française donne implicitement à voir un modèle de gouvernance dans lequel la détermination de l'intérêt collectif passe, non par un renvoi au juge, mais par la reconstruction de procédures délibératives permettant aux divers intérêts de s'exprimer.

2. Dans un deuxième temps, nous avons reconstruit le modèle théorique qui, aujourd'hui, soutient la conception dominante en matière d'actionnariat salarié. Ce modèle, qui est celui de la firme comme '*nexus of contracts*', fait de la souveraineté actionnariale la variable pivot de la gouvernance et assimile l'actionnariat salarié à un contrat incitant les travailleurs à accroître la valeur financière de leur entreprise. Nous avons montré que la manière dont le modèle contractualiste définit les conditions d'une gouvernance efficiente est affectée d'une insuffisance qui conduit celui-ci à sous-estimer l'importance des dispositifs institutionnels incitant les acteurs à adopter des stratégies coopératives. Cette insuffisance est double. D'une part, indépendamment des perspectives ouvertes par la théorie des contrats incomplets, le modèle contractualiste reste rivé à une conception formelle et 'computationnelle' de l'efficience, au sens où la gouvernance se laisse réduire à l'application de contraintes objectives à intégrer dans un calcul d'optimisation. D'autre part, les conséquences institutionnelles qui découlent de ce modèle sont problématiques. Comme en témoignent les travaux d'un auteur comme Zingales, en réduisant la

question de la gouvernance d'entreprise à la prise en compte des intérêts des seuls actionnaires, le modèle contractualiste se rabat sur une solution formaliste qui paraît peu correspondre à ce qui constitue, aujourd'hui, un des objectifs principaux de la *corporate governance* : la protection du capital organisationnel à la constitution duquel participent l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (les '*stakeholders*').

3. Dans un troisième temps, nous avons tenté d'approfondir notre critique du modèle contractualiste en convoquant trois approches théoriques qui invitent à dépasser la conception computationnelle de l'efficacité – et par là, de la gouvernance – mobilisée par ce modèle. L'enjeu a été de montrer que, prises successivement et en suite logique, ces approches ouvrent une voie théorique susceptible de rendre compte de la nécessité de renforcer les dispositifs institutionnels incitant les acteurs à s'engager dans la coopération négociée de normes communes.

Nous avons commencé par mobiliser l'approche transactionnelle d'Oliver Williamson. En s'appuyant sur une théorie de la firme accordant une place importante aux limites de la rationalité et à l'incomplétude contractuelle qui en découle, Williamson relève l'insuffisance de la coordination strictement marchande dans la production d'une gouvernance efficace. Il insiste sur l'importance des structures organisationnelles pour protéger le capital humain engagé dans l'entreprise. De son point de vue, le caractère plus ou moins spécifique des actifs engagés est un critère décisif : plus le capital humain est spécifique, plus il faudra recourir à une structure de gouvernance intégrée. Certes, le déplacement opéré par Williamson à l'égard de la perspective contractualiste demeure affecté d'une double ambiguïté. D'une part, les présupposés épistémologiques de la position orthodoxe continuent à déterminer sa position. D'autre part – et ce problème est lié au précédent –, la solution de gouvernance proposée consiste en une sortie formelle de l'incomplétude par l'attribution des droits de contrôle résiduels aux actionnaires. Au delà de ces limites, cette approche apparaît, toutefois, plus ouverte que l'approche contractualiste à la possibilité de considérer la gouvernance d'entreprise comme devant s'organiser par l'intermédiaire de dispositifs organisationnels

destinés à induire des comportements coopératifs.

Ensuite, nous nous sommes intéressés aux travaux d'économie néo-institutionnaliste de Douglass North. Nous avons fait ressortir trois éléments attestant de la volonté 'northienne' d'enrichir la conception formelle de l'efficacité mobilisée par les contractualistes et partiellement endossée par Williamson.

Premièrement, en suggérant que toute détermination d'un équilibre s'appuie toujours sur les valeurs, les cultures et les perceptions des différents acteurs en présence, l'approche de North permet de dépasser la conception formaliste de l'efficacité selon laquelle les solutions optimales de coordination sont déterminables *a priori* par un calcul d'anticipations rationnelles.

Deuxièmement, elle pose que le processus d'évolution ne produit pas nécessairement un équilibre unique et qu'il est soumis à des phénomènes de dépendance de sentier (*'path-dependency'*). Dans ce contexte d'incertitude, les agents doivent faire appel à des dispositifs d'apprentissage collectifs pour se coordonner, car ils ne peuvent pas se baser sur les résultats de la sélection, celle-ci pouvant conduire à des solutions inefficaces.

Troisièmement, elle met en lumière l'importance du cadre institutionnel dans la production d'une gouvernance efficace. L'idée est que, dans un contexte de rationalité limitée et d'incertitude, le libre jeu des interactions décentralisées ne garantit pas nécessairement l'efficacité de la coordination.

Même si l'efficacité mobilisée par North demeure ancrée dans une règle de minimisation des coûts, il résulte positivement du triple déplacement suggéré par l'auteur que les solutions d'équilibre dépendent de formes institutionnelles d'apprentissage collectifs favorisant l'adaptation, par les acteurs, de leurs représentations et de leurs croyances.

Enfin, nous avons clôturé notre parcours critique en analysant l'approche 'comparativiste' en terme de *'path dependency'* de Mark Roe. Courant de recherche contemporain se situant à la croisée du droit et de l'économie, l'approche

comparativiste prolonge le dépassement de l'approche contractualiste opéré par North dans la sphère plus spécifique de la *corporate governance*. Elle entend mettre en évidence l'enracinement culturel et politique des régimes de gouvernance d'entreprise au départ de l'observation empirique selon laquelle la situation actuelle fait apparaître plusieurs systèmes rivaux (le système anglo-américain, le système français, le système japonais, le système allemand, etc.) qui ne semblent pas converger. Elle reprend, en cela, les intuitions de North puisqu'elle met en exergue le rôle des contraintes contextuelles dans la production d'une gouvernance efficiente. L'enseignement principal de cette approche est que l'efficience d'un système de gouvernance ne se réduit pas à un mécanisme formel d'aménagement des incitations dans une optique de réduction des coûts de transaction mais qu'elle est également structurée par des éléments de nature contextuelle (politique, culture, idéologie, rapports de pouvoir, etc.). Certes, les conclusions que Roe tire de son raisonnement s'avèrent problématiques. Nous avons vu, en effet, qu'il oscille entre une option relativiste- chaque système de gouvernance est efficient par rapport à lui-même, car il traduit un équilibre qui maximise ses préférences culturelles - et une option 'formaliste' - la supposition d'une convergence par sélection naturelle - de l'efficience. Par delà les questions qu'elle laisse irrésolues, l'approche comparativiste constitue toutefois un gain substantiel, par rapport à l'approche contractualiste, ne fut-ce que par l'intuition dont elle est porteuse : l'efficience d'un système de gouvernance ne dépend pas seulement de l'instauration d'un système de règles formelles mais elle dépend également de l'établissement d'un dispositif d'apprentissage coopératif incitant les acteurs à ajuster leurs préférences de façon à maximiser les divers intérêts en présence.

En résumé, indépendamment des nuances qui les traversent, les trois approches théoriques que nous avons mobilisées sont animées de la même intuition: le seul recours aux techniques de 'coordination marchande' préconisé par la théorie contractualiste est insuffisant pour inciter les agents à adopter des stratégies coopératives. Une meilleure prise en compte des limites cognitives des acteurs rationnels et du rôle joué par les représentations culturelles dans la formation des préférences individuelles oblige à un renforcement de dispositifs institutionnels

d'apprentissage collectif visant à rendre possible une plus grande réflexivité des acteurs à l'égard de leur positionnement stratégique. En d'autres termes, il s'agit de valoriser les mécanismes de gouvernance permettant d'assurer la transformation négociée des différentes représentations culturelles, en vue d'aboutir à une solution qui maximise l'intérêt collectif.

Notre perspective, si elle endosse le point de vue de ceux qui en appellent à une conception plus partenariale de la gouvernance de l'entreprise, prétend toutefois se distinguer tant des approches communautariennes que des approches qui plaident en faveur d'un renforcement du rôle du juge pour garantir le respect des exigences de coopération au sein de l'entreprise. On sait, en effet, qu'aujourd'hui, plusieurs auteurs tentent de proposer comme alternative à la théorie contractualiste l'une ou l'autre de ces deux approches.

L'approche communautarienne, déjà évoquée, est celle qui mobilise des arguments éthiques et moraux pour défendre une conception 'multi-fiduciaire' de la gouvernance d'entreprise. Un auteur comme Freeman, par exemple, se base sur l'impératif catégorique de Kant pour forger ce qu'il appelle le '*Stakeholder Enabling Principle*' selon lequel les sociétés doivent être gérées dans l'intérêt de leurs '*stakeholders*', définis comme les managers, la communauté locale, les clients, les employés, les fournisseurs et les propriétaires⁸⁰⁸. Une perspective analogue se dégage de la démarche d'un Norman Bowie qui analyse la *corporate governance* sous l'angle rawlsien de la justice procédurale imparfaite⁸⁰⁹. Ce recours au moralisme comme solution à l'insuffisance de l'approche économique est toutefois problématique, comme nous l'avons déjà indiqué car, loin de fournir une alternative solide aux problèmes rencontrés aujourd'hui dans le champ de la gouvernance, l'approche communautarienne butte sur un certain nombre de difficultés épistémologiques traduisant son incapacité à pénétrer les théories de l'efficacité inaugurées par l'analyse économique du droit⁸¹⁰.

⁸⁰⁸ Il élabore ensuite un modèle intégré ('*fully-integrated*') de *corporate governance* visant à déterminer les modalités de participation des divers '*stakeholders*'. R. E. FREEMAN, *Strategic Management : A Stakeholder Approach*, Boston : Pitman Publishing (1984) ; « A Stakeholder Theory of the Modern Corporation », in T. L. BEAUCHAMPS & N. E. BOWIE (eds.), *Ethical Theory and Business*, Upper Saddle River, NJ : Prentice Hall, pp.66-76 (1997)

⁸⁰⁹ N. E. BOWIE, « New Directions in Corporate Social Responsibility », in T. L. BEAUCHAMPS & N. E. BOWIE (eds.), *op.cit.*, pp.96-107 (1997). Voir aussi A. F. ALKHAFIJI, *A Stakeholder Approach to Corporate Governance : Managing in a Dynamic Environment*, New York, Quorum Books (1989).

⁸¹⁰ Voir à ce sujet, J. PATERSON, « Corporate Governance – Les limites de la rationalité et la procéduralisation », in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *Démocratie et Procéduralisation du Droit*, Bruxelles, Bruylant, pp. 366-409 (2000).

L'approche tendant à valoriser le rôle du juge est le fait d'auteurs comme Margaret Blair, Lynn Stout et William Bratton qui ont pour point commun de se référer à un modèle coopératif de la firme pour critiquer le modèle actionnarial de la théorie contractualiste, au départ d'un argumentaire fondé sur des concepts économiques⁸¹¹. Il n'y a pas lieu de revenir sur ce type d'approche que nous avons déjà abordé précédemment⁸¹². Nous voudrions simplement faire remarquer que, chez ces auteurs, une des conséquences institutionnelles de cette mise en évidence des conditions coopératives manquées par la théorie contractualiste standard est une extension des devoirs fiduciaires imposés aux dirigeants (*'fiduciary duties'*).⁸¹³ Margaret Blair et Lynn Stout soutiennent ainsi que le droit des sociétés doit s'attacher à protéger la collectivité que forme l'entreprise et que, pour ce faire, les dirigeants sont tenus d'exercer leurs devoirs fiduciaires au profit tant des actionnaires que des autres parties prenantes. Selon cette approche, qualifiée de *'team production analysis'*, « *one of the most important task that directors of public firms perform is a balancing act in which they pay attention and respond to the competing claims of a variety of important corporate constituencies. These constituencies include not only shareholders, but also creditors, managers, rank-and-file employees, even the local community – any group that bears significant risks or makes significant firm-specific investments. In juggling the competing demands and needs of these groups, directors are driven by one economic imperative: the need to keep the corporate team together and keep it productive. Provided they can do this, however, directors will retain and should retain the ultimate authority to decide who gets what share of the resulting surplus.* »⁸¹⁴ William Bratton va dans le même sens. Au départ d'une prise en considération du rôle joué par la confiance et la loyauté dans la coordination économique, il soutient que

⁸¹¹ Dans la doctrine juridique française et belge, le débat sur l'intérêt de l'entreprise constitue également une tentative de mettre à jour l'importance de la coopération dans la production d'une gouvernance efficiente ainsi que le rôle joué par le juge pour faire respecter cette exigence de coopération. Contrairement à la doctrine anglo-américaine, la doctrine de tradition civiliste offre toutefois moins de points de rencontre avec le raisonnement économique. Voir à ce sujet, G. LYON-CAEN & A. LYON-CAEN, « La doctrine de l'entreprise », in *Dix ans de droit de l'entreprise*, Paris, Librairies Techniques, 600 (1978) ; J-P. ROBE, « L'entreprise en droit », *Droit et Société*, vol.29., 117 (1995)

⁸¹² Voir à ce sujet, le chapitre 5 de notre deuxième partie, consacré aux faiblesses de la théorie contractualiste. Nous y explicitons plus en détails le raisonnement mobilisé par Margaret Blair pour critiquer l'approche *'shareholding'* de la gouvernance.

⁸¹³ L'extension ne porte pas tant sur le contenu de ces devoirs que sur leurs destinataires. Ces derniers ne devraient plus viser les seuls actionnaires mais également d'autres *'stakeholders'*, au premier rang desquels les travailleurs.

⁸¹⁴ M. M. BLAIR & L. A. STOUT, « Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board », papier présenté au colloque « Corporate Governance : Reassessing Ownership and Control », Faculté de Droit, Cambridge University (19 Mai 2001). Voir aussi M. M. BLAIR & L. A. STOUT, « A Team Production Theory of Corporate Law », 85 *Virginia L. Rev.*, 247 (1999).

l'efficience d'une entreprise passe par l'instauration de conditions coopératives que le juge a pour mission de contrôler. Les juges devraient promouvoir un modèle de gouvernance basé sur la confiance ('*a trust-based model*') dans lequel l'honneur compte autant que la maximisation de l'intérêt individuel. « *With the trust-based model, we can account for the evolution of a legal system in which the same conflicts come up again and again over extended periods, and in which the decisionmaker serves as an ex post mediator. (...) The exercise of legal enforcement will be mediative, tending towards less precise determinations base on a complex behavioral model rather than attempts to formulate more precise ex ante calculations.* »⁸¹⁵

Or, ce renvoi au juge pour suppléer à l'insuffisance des solutions de gouvernance préconisées par le modèle contractualiste n'est pas sans poser question. Soit on l'interprète comme un renforcement de l'activisme judiciaire (le juge est mis en situation de déterminer quelle est la solution rationnelle, c'est-à-dire celle qui maximise l'intérêt collectif des parties), soit on met l'accent sur le contrôle procédural (le juge doit veiller à ce que les décisions des acteurs aient été prises au terme de procédures traduisant le respect de contraintes délibératives jugées indispensables à une justification rationnelle).

Le caractère problématique de la première proposition a été établi depuis plusieurs années dans diverses branches du droit, principalement au niveau du dépassement de la distinction entre juger et administrer qu'elle entraîne. S'agissant de l'actionnariat salarié, par exemple, notre analyse du droit américain a précisément mis en lumière les limites du contrôle juridictionnel pour compenser les carences des dispositifs en vigueur.

Quant à la seconde proposition, ne succombe-t-elle pas à l'idée naïve de la toute puissance d'un juge censé garantir l'efficience par la simple synthèse de positions conflictuelles qui ne sont pas réinterrogées pour elles-mêmes ? Une telle croyance ne présuppose-t-elle pas une efficience tenue pour garantie et accessible par la convocation d'un processus délibératif produisant par lui-même l'ajustement des divers intérêts en présence ? La critique de la conception formelle de l'efficience qui a guidé notre parcours n'oblige-t-elle pas, au contraire, à prendre distance avec l'idée selon laquelle les différentes représentations culturelles conditionnant l'efficience des dispositifs de gouvernance ne sont pas naturellement 'données' par le contexte et ne

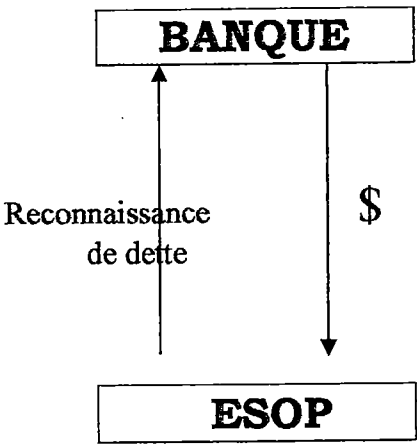
⁸¹⁵ W. BRATTON, « Game Theory and the Restoration of Honor to Corporate Law's Duty of Loyalty », in L. MITCHELL (ed.), *Progressive Corporate Law*, Westview Press, 167 (1995).

sont donc pas assimilables à une contrainte homogène, déterminable a priori par le seul jeu de l'anticipation rationnelle ?

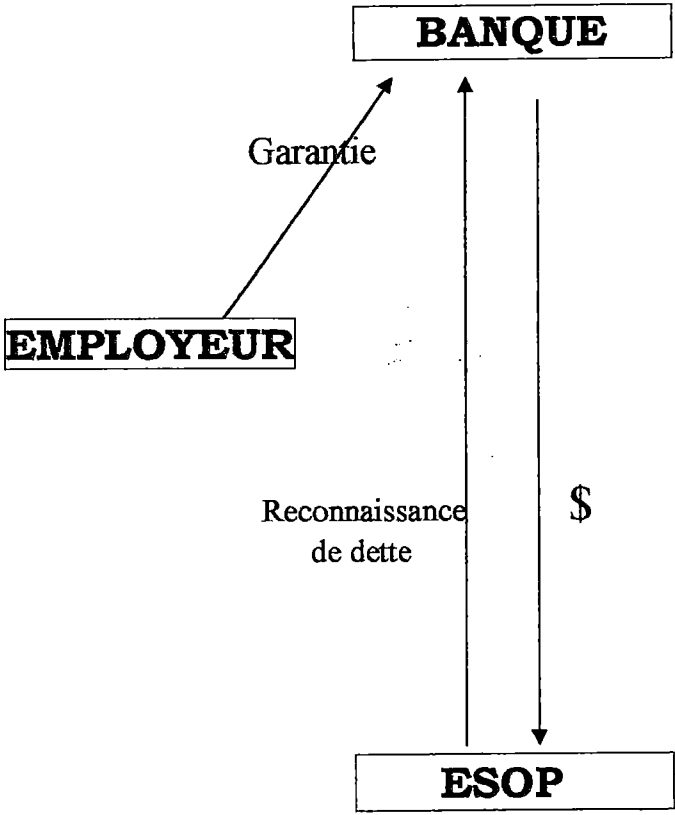
Ceci nous amène à souligner les prolongements qu'appelle notre travail.

L'élaboration d'une conception 'non-formaliste' de la gouvernance coopérative demanderait qu'on réfléchisse plus avant aux modalités d'organisation des dispositifs visant à instaurer la coopération : quels sont les critères d'identification des acteurs participants, comment s'assurer que ces acteurs soient mis en condition réelle de participer au débat, comment déterminer les thèmes de négociation ... ? Il conviendrait, par exemple, d'approfondir l'analyse du régime français d'actionnariat salarié pour déterminer si la convocation des acteurs sociaux traditionnels (les syndicats) est suffisante pour compenser les inefficiences du mode actionnarial de gouvernance des plans d'actionnariat salarié. De ce point de vue, la réflexion interdisciplinaire qui est aujourd'hui menée au sein du 'Centre de Philosophie du Droit' de l'UCL, à la lumière d'une hypothèse qualifiée de 'procéduralisation contextuelle', constitue une voie de recherche prometteuse. Il n'y a pas lieu de rentrer plus avant dans cette approche nuancée et complexe⁸¹⁶. Relevons simplement qu'un de ses objectifs est de construire une théorie de la normativité qui prendrait mieux en compte le caractère réflexif de tout jugement normatif, c'est-à-dire le rapport que le jugement entretient avec les croyances qui conditionnent son effectuation dans un contexte social déterminé.

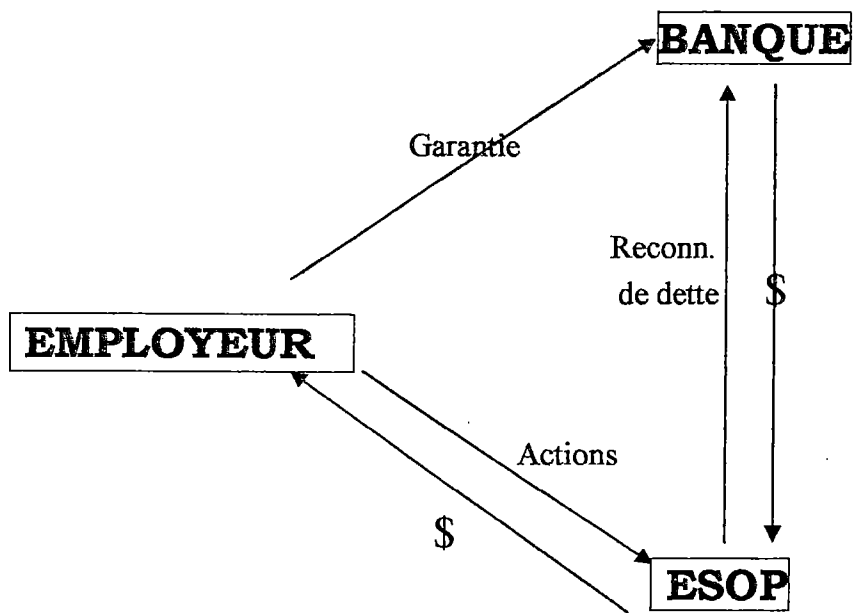
⁸¹⁶ Voir à ce sujet, J. LENOBLE & M. MAESSCHALCK, *Toward a Theory of Governance : The Action of Norms*, Kluwer Law International, 1-363 (2003) ; J. LENOBLE, « La procéduralisation contextuelle du droit », in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *op.cit.*, 97-125 (2000) ; M. MAESSCHACK, « Provenance et fondements de la pragmatique contextuelle », *ibidem*, 125-155.



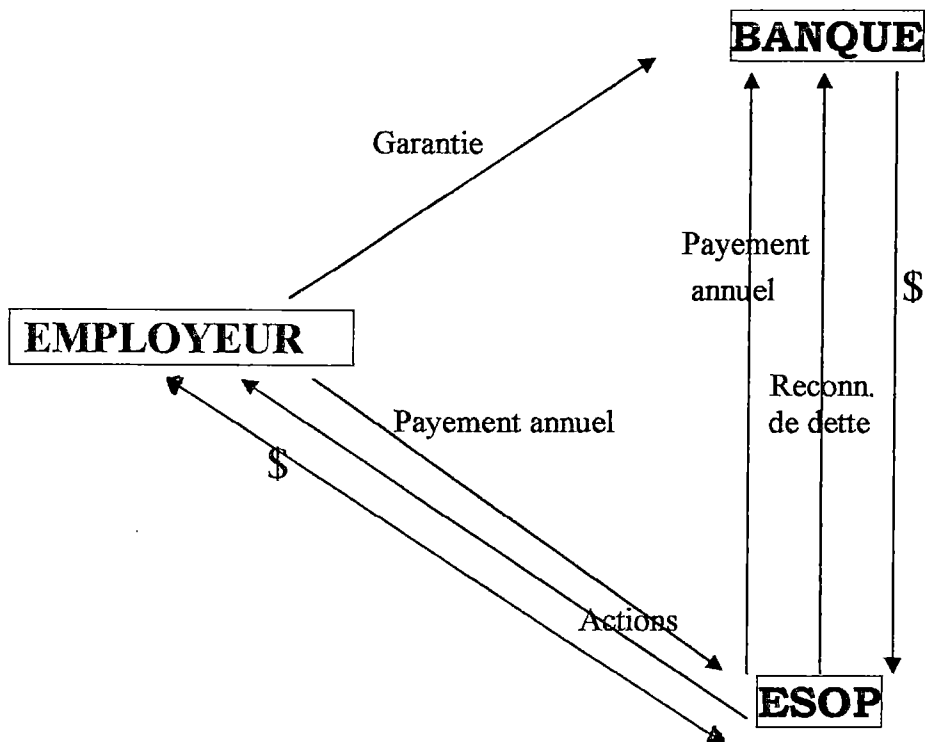
Le plan *Esop* contracte un emprunt auprès d'une banque ou d'un autre organisme de crédit



La « société-employeur » garantit la dette contractée par le plan "*Esop*". Chaque année, la société verse des contributions au plan afin de lui permettre à de rembourser son emprunt.



Grâce à l'emprunt, le plan *Esop* achète des actions de la 'société-employeur'



La 'société –employeur' verse au plan *ESOP* une contribution annuelle permettant à ce dernier de rembourser les annuités de l'emprunt.

OUVRAGES ET ARTICLES.

AGLIETTA, M., *Régulation et crises du capitalisme*, Paris, Odile Jacob (1997)

AGLIETTA, M., « Le capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n°101 (novembre 1998).

AGLIETTA M. & COBBAUT R., « The Financialisation of the Economy, Macroeconomic Regulation and Corporate Governance », in R. COBBAUT & J. LENOBLE. (eds), *Corporate Governance: An Institutional Approach*, Kluwer law International, The Hague, London, New York, 87 (2003).

AGRESTA-RICHARDSON, G. M., « Employee Stock Ownership Plans : Uncertainties Plaguing the Duties of the Esop Fiduciary with Respect to Voting and Defensive Esops », 14 *Akron Tax Journal*, 91 (1999).

AKERLOF, G. A., « The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism », 84 *The Quarterly Journal of Economics*, 488 (1970).

ALCHIAN, A. A., « Uncertainty, Evolution and Economic Theory », 58 *Journal of Political Economy*, 211 (1950)

ALCHIAN, A. A., « Pricing and Society », *Occasional Papers*, Westminster Institute of Economics Affaires, n°17, 2 (1967)

ALCHIAN, A.A ., « Specificity, Specialization and Coalitions », 140 *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 34 (1984).

ALCHIAN, A. A & DEMSETZ, H., « Production, Information Costs and Economic Organisation », 62 *American Economic Review*, 777 (1972)

ALCHIAN, A. A. & WOODWARD, S., « The Firm is Dead ; Long Live the Firm – A Review of Oliver E. Williamson's *The Economic Institutions of Capitalism* », 26 *Journal of Economic Literature*, 76 (1988)

ALTENBERG, L., « Beyond Capitalism : Leland Stanford Forgotten Vision », in *Sandstone and Title 14* (Winter) : Stanford Calif. : Stanford Historical Society, 8 (1990).

AOKI, M., GUSTAFSSON, B. & WILLIAMSON, O., *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications (1990).

APROBERTS, L., & SAUVIAT, C., « Les plans *cash balance*, nouvel avatar des régimes complémentaires de retraite », *Chronique Internationale de l'IRES*, n°61, 5 (Nov. 1999).

APROBERTS, L., *Salariat et retraite aux Etats-Unis*, Thèse de Doctorat, Université de Paris I., UFR Sciences Economiques (1999).

APROBERTS, L., COLIN, T., FRIOT, B., PERNOT, J-M. & VOLOVITCH, P., « Retraite et Epargne salariale: les initiatives d'entreprises », *Rapport financé par le MiRe et la Caisse des dépôts et Consignations* (juillet 2000).

ARROW, K. J., « The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Non-market Allocation », in *The analysis and evaluation of public expenditure: the PBB-System*, Joint economic Committee, 91st Cong., 1st sess., vol.1, Washington D.C., Government Printing Office, 48 (1969).

ARTHUR, B. « Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events », 99 *Economic Journal*, 116 (1989).

ARTHUR, B., *Increasing Returns and Path-Dependence in the Economy*, Univ. of Michigan Press., Ann Arbor, (1994).

AUTENNE, A., « Belgique : Le nouveau droit de la participation financière », *Chronique Internationale de l'IRES*, n°73, 1 (novembre 2001).

AUTENNE, A., « Le droit français de la participation financière », in *La participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés- Commentaires de la loi du 22 mai 2001*, Bruxelles, Bruylant, 30 (2001).

BALLIGAND, J. & DE FOUCAULD, J-B., *Rapport au Premier Ministre sur 'l'épargne salariale au cœur du contrat social'*, La Documentation Française, Paris (2000).

BARZEL, Y., *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge University Press (1997)

BAZZOLI, L. & KIRAT, T., « Deux regards non hayékiens sur l'efficacité et la sélection des règles juridiques : l'économie institutionnaliste et l'analyse économique du droit », 42 *Archives de Philosophie du Droit*, 201 (1997).

BEAUCHAMPS T. L. & BOWIE N. E. (eds.), *Ethical Theory and Business*, Upper Saddle River, NJ : Prentice Hall (1997).

BEBCHUCK, L. A. & ROE, M. « A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership », *Working Paper n°131*, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, 1 (1999).

BEBCHUCK, L. A. & ROE, M. « A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership », 52 *Stan. L. Rev.* 127 (1999).

BEFFA, J-L., BOYER, R. & TOUFFUT, J-P., « Les relations salariales en France: Etat, entreprises, marchés financiers », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n°107 (juin 1999).

BEFFA, J-L. ; BOYER, R. & TOUFFUT, J-P., « Le droit du travail face à l'hétérogénéité des relations salariales », *Droit Social*, 1039 (12 décembre 1999).

BELAND, D., « Les paradoxes de la privatisation : épargne individuelle et réforme des retraites aux Etats-Unis », 56 *R.F.A.S.*, n°1, 93 (2002).

BEN-NER, A., BURNS, W. A., DOW, G. & PUTTERMAN, L., « Employee Ownership : an Empirical Exploration », in M. M. BLAIR & T.A. KOCHAN (eds), *The New Relationship :*

Human Capital in the American Corporation, Brookings Institution Press, Washington D.C., 194 (2000).

BERLE, A. A. & MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace and World (1932).

BERNSTEIN, A., "Stock Options: Fuel for United's Revival?", *Business Week* (november 8, 2002).

BLACK, B. S., « Shareholder Passivity Re-examined », 89 *Mich. L. Rev.*, 520 (1990).

BLACK, B. S., « Agents Watching Agents : The Promise of Institutional Investors Voice », 39 *UCLA L. Rev.*, 811 (1992).

BLAIR, M. M., *Ownership and Control*, Brookings Institutions Press, Washington D.C. (1995).

BLAIR, M. M., « Firm-specific Human Capital and Theories of the Firm », in M. M. BLAIR & M. J. ROE (eds.) *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institutions Press, Washington D.C., 58 (1999).

BLAIR, M. M. & STOUT, L. A., « A Team Production Theory of Corporate Law », 85 *Virginia L. Rev.*, 247 (1999).

BLAIR, M. M. & STOUT, L. A., « Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board », papier présenté au colloque « Corporate Governance : Reassessing Ownership and Control », Faculté de Droit, Cambridge University (19 Mai 2001).

BLAIR & M. J. ROE (eds.) *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institutions Press, Washington D.C.(1999).

BLAIR, M. M. & KOCHAN, T. A. (eds), *The New Relationship : Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C. (2000).

BLANCHARD, O. & SUMMERS, L., « Hysteresis in Unemployment », *NBER Working Paper Series*, n° 2035 (1986).

BLASI, J. R., *Employee ownership through Esops: implications for the public corporation*, New York: Pergamon Press, 1 (1987).

BLASI, J. R., *Employee Ownership : Revolution or Rippoff?*, Cambridge: Ballinger (1988).

BLASI, J. R. & KRUSE, D., *The New Owners: The Mass Emergence of Employee Ownership in Public Companies and What it Means to American Business*, New York: HarperCollins (1991).

BLUM, H. C., « Esop's Fables : Leveraged Esops and their Effect on Managerial Slack, Employee Risk and Motivation in the Public Corporation », 31 *U. Rich. L. Rev.*, 1539 (1997).

BONIN, J. P., « On the Design of Managerial Incentives Structures in a Decentralized Planning Environment », 66 *American Economic Review*, 687 (1976)

BOWIE, N. E., « New Directions in Corporate Social Responsibility », in T. L. BEAUCHAMPS & N. E. BOWIE (eds.), *Ethical Theory and Business*, Upper Saddle River, NJ : Pentice Hall, 96 (1997).

BOYER, J.-L. BEFFA & J.-P., « Les relations salariales en France : Etat, entreprises, marchés financiers », *Notes de la Fondation Saint-Simon*, n° 107 (juin 1999).

BOYER, R. & SAILLARD, Y. (eds.), *Théorie de la Régulation ; l'état des savoirs*, Paris, La Découverte (2002).

BRATTON, W. W., « Game Theory and the Restoration of Honor to Corporate Law's Duty of Loyalty », in L. MITCHELL (ed.), *Progressive Corporate Law*, Westview Press, 139 (1995).

BRATTON, W.W., « Enron and the Dark Side of Shareholder Value », The George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory Working Paper n°35, 1 (2002).

BRATTON, W. W. & Mc CAHERY, J. A., « Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm : the Case Against Global Cross Reference », *Working Paper 007*, George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory, 1 (2000).

BRECHER, A. G., LAZARUS, S. & GRAY W. A., « The Function of Employee Retirement Plans as an Impediment to Takeovers », 38 *Bus. Law.*, 504 (1983).

BRICKLEY, J. A., SMITH, C. W. & ZIMMERMAN, J. L., *Managerial Economics and Organizational Architecture*, Irwin/McGraw-Hill (1997)

BROOKINGS, R. S., *Economic Democracy : America's answer to Socialism and Communism*, Macmillan Co (1929).

BROUSSEAU, E., « Les théories des contrats : une revue », 103 *Rev. Econ. Pol.*, 1 (1993).

BROUSSEAU, E. « De la science du marché à l'analyse économique des formes de coordination », *Les Cahiers Français*, n°272, 54 (1995).

BROUSSEAU, E., « Théories des contrats, coordination interentreprise et frontières de la firme », in GARROUSTE, P., ed., *Les Frontières de la Firme*, Paris, Economica, (1997).

BROUSSEAU, E., « Néo-institutionnalisme et Evolutionnisme : Quelles convergences ? », 35 *Economies et Sociétés* (Hors Série), 191 (1999).

BROUSSEAU, E. & GLACHANT, J-M., « Economie des contrats et renouvellement de l'analyse économique », 92 *Revue d'Economie Industrielle*, 23 (2000)

BROUSSEAU, E., « Processus évolutionnaires et Institutions : quelle alternative à la rationalité parfaite ? », 51 *Revue Economique*, 1185 (2000).

BROUSSEAU, E., « Régulation de l'internet : l'autorégulation nécessite-t-elle un cadre institutionnel ? », in BROUSSEAU, E. & CURIEN, N. (sld.), « Economie de l'Internet », 52 *Revue Economique* (Hors Série), 349 (2001).

BROUSSEAU, E. & FARES, M., « The Incomplete Contract Theory and the New Institutional Economics Approaches to Contracts: Substitutes or Complement? », in MENARD, C. (ed.), *Institutions, Contracts, Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Edward Elgar (2001).

BROUSSEAU, E. & GLACHANT, J-M., « The Economics of Contracts and the Renewal of Economics. », in E. BROUSSEAU & J-M. GLACHANT (eds.) *The Economics of Contracts : Theories and Applications*, Cambridge University Press, 3 (2002)

CAHUC, P., *La Nouvelle Microéconomie*, Paris, La Découverte (1993).

CHANDLER, A., *The Visible Hand: the Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, (1977).

CHAPLINSKY, S. & NIEHAUS, G., « The Role of ESOPs in Takeover Contests », 49 *Journal of Finance*, 1451 (1994).

CHARREAUX, G.(éd.), *Le Gouvernement des Entreprises – Corporate Governance, Théories et Faits*, Paris, Economica (1997).

CHARREAUX, G. « La théorie positive de l'agence : lecture et relecture... », *Working Paper FARGO*, Université de Bourgogne (Septembre 1998).

CHARREAUX, G., « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Working Paper FARGO*, Université de Bourgogne, FARGO (Juillet 2002).

CHARREAUX, G. & PITOL-BELIN, J-P., « La théorie contractuelle des organisations, une application au conseil d'administration », *Economies et Sociétés – Série Sciences de Gestion*, n°6, 149-181 (1985).

CHASERANT, C., *Rationalité et gestion de l'incomplétude dans les relations contractuelles*, Thèse de doctorat en économie, Université de Paris-X-Nanterre (2000).

CHEADLE, A., « The Incidence of Profit Sharing Plans : an Economic Explanation » *unpublished Ph. D. dissertation*, University of California, Berkeley, (1987)

CHEFFINS, B.R., « Current Trends in Corporate Governance : Going from London to Milan via Toronto », 10 *Duke Journal of Comparative and International Law*, 5 (1999).

CHEFFINS, B.R., « Corporate Law and Ownership : A Darwinian Link ? » *Working Paper*, 1 (2002), téléchargeable sur <http://www.yale.edu/law/leo/papers/cheffins.pdf>

CIOFFI, J. & COHEN, S., « The State, Law and Corporate Governance: the Advantage of Forwardness », in S. COHEN & B. GAVIN (eds), *Corporate Governance and Globalization. Long Range Planning Issues*, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar, 307 (2000).

COASE, R.H., « The Nature of the Firm », 4 *Economica*, 386 (1937).

COASE, R. H., « The Problem of Social Cost », 3 *Journal of Law and Economics*, 1 (1960)

COBBAUT, R., « Corporate Governance et Proceduralisation », in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *Démocratie et procéduralisation du droit*, Bruxelles, Bruylant, 352 (2000).

COBBAUT, R. & AUTENNE, A. « L' 'après-fordisme' : globalisation financière, régime de croissance patrimonial et 'financiarisation' du salaire », in *La participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés – Commentaires de la loi du 22 mai 2001*, Bruxelles, Bruylant, 1 (2001).

COBBAUT R. & LENOBLE J. (eds), *Corporate Governance: An Institutional Approach*, Kluwer law International, The Hague, London, New York, 87 (2003).

COFF, R., « Human Assets and Management Dilemmas : Coping with Hazards on the Road to Resource-Base Theory », 22 *Academy of Management Review*, 374 (1997).

COFFEE, J.C. Jr., « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role », 89 *Colum. L. Rev.*, 1618 (1989).

COFFEE, J.C. Jr., « The Future as History : The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications », *Working Paper n°144*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 1 (1999).

COFFEE, J.C. Jr., « Convergence and its Critics : What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control ? », *Working Paper n°179*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 1(2000).

COFFEE, J.C. Jr., « The Rise of Dispersed Ownership : The Role of Law in the Separation of Ownership and Control », *Working Paper n°182*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 1 (2001).

COHEN, S. & GAVIN, B. (eds), *Corporate Governance and Globalization. Long Range Planning Issues*, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar (2000).

COOTER, R. « Coase Theorem », in J. EATWELL, M. MILGATE & P. NEWMAN (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol.1, Macmillan Press, London, 457 (1987).

COPPENS P. & LENOBLE, J. (eds.), *Démocratie et Procéduralisation du Droit*, Bruxelles, Bruylant (2000).

CORIAT, B. & WEINSTEIN, O., *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris, Livre de Poche, 14 (1995).

COURET, A. & HIRIGOYEN, G., *L'actionnariat des salariés*, Paris, PUF (1991).

DAHL, R., *Dilemmas of Pluralist Democracy*, New Haven C.T.: Yale University Press (1982).

DAHL, R., *A Preface to Economic Democracy*, Berkeley: University of California Press (1985).

DAVID, P. A., « Understanding the Economics of QWERTY : The Necessity of History », in W. N. PARKER (ed.), *Economic History and the Modern Economist*, Oxford: Blackwell, 30 (1986).

DAVID, P. A., « Path Dependence : Putting the Past into the Future of Economics », *Technical Report n° 533*, The Economics Series, Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences, Stanford University, Stanford (November 1988).

DAVID, P. A., « Why are Institutions the 'Carriers of History' : Path Dependence and the Evolution of Conventions, Organisations and Institutions », 5 *Structural Change and Economics Dynamics*, 205 (1994).

DE ALESSI, L., « Property Rights, Transaction Costs and X-Efficiency », 73 *American Economic Review*, 796 (1983).

DEAKIN, S., "The Many Futures of the Contract of Employment", *Working Paper n°191*, Center for Business Research, Cambridge University, 1 (2000).

DELAHAUT, P., « Esops as a Corporate Finance Technique : Possibilities and Limits under ERISA », 14 *Journal of Pension Planning and Compliance*, 31 (1988).

DEMSETZ, H., "Toward a Theory of Property Rights", 57 *American Economic Review*, 347 (1967)

DEMSETZ, H., « Information and Efficiency : another Viewpoint », *Journal of Law and Economics*, 1 (1969).

DEMSETZ, H., « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », 26 *J.L. & Econ.*, 375 (1983).

DEMSETZ, H., "The Firm Revisited", 4 *Journal of Law Economics and Organization*, 141 (1988)

DEMSETZ, H., *The Economics of Business Firm: Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press (1995).

DEMSETZ, H., *L'Economie de la Firme – Sept Commentaires Critiques*, Caen, Ed. Management et Société (1998).

DENZAU, A. T. & NORTH, D., "Shared Mental Models: Ideologies and Institutions", 47 *Kyklos*, 3 (1994).

DESBRIERES, P., *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, Paris, Economica, 1 (1991).

DESBRIERES, P., « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in G. CHARREAUX (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises – Corporate governance, Théories et Faits*, Paris, Economica, 361 (1997a).

DESBRIERES, P., « Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in G. CHARREAUX (éd.), *Le Gouvernement des Entreprises – Corporate Governance, Théories et Faits*, Paris, Economica, 397 (1997b).

DESBRIERES, P., « Les actionnaires salariés », 141 *Revue Française de Gestion*, 255 (nov-déc. 2002).

DOERNBERG, R. L. & MACEY, J. R., "Esops and Economic Distorsion", 23 *Harvard Journal on Legislation*, 103 (1986).

DOERINGER, P. & PIORE, M., *Internal Labor Markets and Manpower Analysis*, Boston : D. C. Heath and Company (1971).

DONDI, J., « Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises », *Thèse de Doctorat en Droit*, Bordeaux (1992).

DOW, G. K., « The Function of Authority in Transaction Cost Economics », 8 *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13 (1987).

EASTERBROOK, F. H. & FISCHER, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press (1991).

EATWELL, J., MILGATE, M. & NEWMAN, P. (eds.), *The New Palgrave; A Dictionary of Economics*, vol.3., London and Basingstoke, The Macmillan Press (1987).

FAMA, E. F., « Agency Problems and the Theory of the Firm », 88 *Journal of Political Economy*, 288 (1980)

FAMA, E. F. & JENSEN, M. C., « Agency Problems and Residual Claims », 26 *Journal of Law and Economics*, 327 (1983a)

FAMA, E. F. & JENSEN, M. C., « Separation of Ownership and Control », 26 *Journal of Law and Economics*, 301 (1983b).

FAVEREAU, O., « Marchés internes, marchés externes », *Revue Economique*, vol.40., n°2, p273-328 (1989).

FISHER, S., « Long-term Contracting, Sticky Prices and Monetary Policy: a comment », 3 *J. Monetary Econ.*, 317 (1977).

FITZROY, F. & KRAFT, K. « Cooperation, Productivity and Profit Sharing », 102 *Quarterly Journal of Economics*, 23 (1987).

FLANNAGAN, R., « The Fiduciary Obligation », 9 *Oxford Journal of Legal Studies*, 285 (1989).

FOUGERAT, J-J., « Le capital partagé : pour une nouvelle citoyenneté économique » in *L'entreprise dans la cité*, Paris Calmann-Levy (1992).

FRANK, R.H., « Are Workers Paid their Marginal Products ? » 74 *Am. Econ. Rev.*, 549 (1984).

FREEMAN, R. E., *Strategic Management : A Stakeholder Approach*, Boston : Pitman Publishing (1984).

FREEMAN, R. E., « A Stakeholder Theory of the Modern Corporation », in T. L. BEAUCHAMPS & N. E. BOWIE (eds.), *Ethical Theory and Business*, Upper Saddle River, NJ : Pentice Hall (1997).

FRIEDMAN, M., « The Methodology of Positive Economics », in M. FRIEDMAN, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, 3 (1953).

FUDENBERG, D. & TIROLE, J., « Moral Hazard and Renegotiation in Agency Contracts », *Econometrica*, 1279 (1990).

FURUBOTN, E. G. & PEJOVIC, S. (eds.), *The Economics of Property Rights*, Cambridge, Ballinger (1974)

FURUBOTN, E. G. & RICHTER, R., *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press (1998).

GATUMEL, D., « Participation des salariés aux organes de gestion de la société anonyme », *Juris-Classeur Travail*, Fascicule 27-30, Editions du Juris-Classeur, n°70 (1994).

GILSON, R. J., « When do Institutions Matter ? », 74 *Wash. U. L. Q.*, 327 (1996).

GILSON, R. J., « The Globalization of Corporate Governance : Convergence of Form or Function », *Working Paper n°174*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 1 (May 2000).

GILSON, R. J. & KRAAKMAN, R., « Reinventing the Outside Director : An Agenda for Institutional Investors », 43 *Stan. L. Rev.*, 863 (1991).

GILSON, R.J. & ROE, M.J., « Understanding the Japanese Keiretsu : Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization », 102 *Yale L. J.*, 871 (1993).

GOMEZ, P-Y., « Le statut de la confiance dans la théorie économique », in F. BIDEAULT, P-Y. GOMEZ, G. MARION (eds.), *Confiance, Entreprise, Société*, Eska, Paris (1995).

GOMEZ, P-Y., *Le gouvernement de l'entreprise*, Paris, Interédition (1996).

GORDON, J. N., « Employee Stock Ownership in Economic Transitions: United Airline », in *Corporate Governance Today*, The Sloan Project on Corporate Governance, Columbia Law School, 447 (May 1998).

GORDON, J. N., « Employee Stock Ownership in Economic Transitions : the Case of United and the Airline Industry », in M. M. BLAIR & M. J. ROE (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 317 (1999).

GRANOVETTER, M., « Economic Action and Social Structure », 91 *American Journal of Sociology*, 481-510 (1985).

GROENEWEGEN, J. & VROMEN, J., « Theory of the Firm Revisited : New and Neo-institutional Perspectives », in L. MAGNUSSON & J. OTTOSON (eds.), *Evolutionary Economics and Path Dependence*, Edward Elgar, Cheltenham, UK Brookfield, 39 (1997).

GROSSMANN, S. & HART, O., « The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration », 94 *Journal of Political Economy*, 691 (1986)

GUERRIEN, B., *Dictionnaire d'analyse économique*, Paris, La Découverte (2002).

GUESNERIE, R. & LAFFONT, J-J., « A Complete Solution to a Class of Principal-Agent Problems with an Application to the Control of a Self-Managed Firm », 25 *Journal of Public Economics*, 329 (1984)

HAHN, F., « Information, Dynamics and Equilibrium », 34 *Scottish Journal of Political Economy*, 327(1987).

HAKANSSON, H. & LUNDGREN, A., « Paths in Time and Space – Path Dependence in Industrial Networks », in L. MAGNUSSON & J. OTTOSON (eds.), *Evolutionary Economics and Path Dependence*, Edward Elgar, Cheltenham, UK Brookfield, 128 (1997).

HAMILTON, R., « Reliance and Liability Standards for Outside Directors », 24 *Wake Law Forest Law Review*, 5 (1989).

HAMILTON, R., *The Law of Corporations*, 4th ed., Nutshells series, West Publishing (1996).

HANSMANN, H., «When Does Worker Ownership Work ? Esops, Law Firms, Codetermination and Economic Democracy», 99 *Yale Law Journal*, 1749 (1990)

HANSMANN, H., *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge M.A and London (1996).

HANSMANN, H. & KRAAKMAN, R., « The End of History for Corporate Law », *Law and Economics Working Paper n°235*, Yale Law School, 1 (Jan. 2000).

HART, O., « The Adequacy of Stakeholder Contractual Protection : an Economist View of Fiduciary Duty », 43 *University of Toronto Law Journal*, 299 (1993 a).

HART, O., « Incomplete Contracts and the Theory of the Firm » in O. WILLIAMSON & S. WINTER (eds.), *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press, 139 (1993 b).

HART, O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, Clarendon Press (1995).

HART, O. & MOORE, J. « Property Rights and the Nature of the Firm », 98 *Journal of Political Economy*, 1119 (1990)

HAYEK, F., « The Use of Knowledge in Society », 35 *American Economic Review*, 519 (1945).

HERDA, E., « Esops as a Corporate Financing Tool », 114 *J. of Accountancy* (April 1986).

HOERR, T., "Esops : Revolution or Ripoff ?", *Bus. Wk.*, 86 (April. 15. 1985).

JENSEN, M. C., « Organization Theory and Methodology », 58 *Accounting Review*, 339 (1983).

JENSEN, M. C., *A Theory of the Firm : Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Harvard University Press (2000)

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H., « Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », 3 *Journal of Financial Economics*, 305 (1976).

JENSEN M.C. & MECKLING W. H., « Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination », 52 *Journal of Business*, 469 (1979).

JENSEN, M.C. & MECKLING, W. H., « The Nature of Man », 7 *Journal of Applied Corporate Finance*, 38 (1994).

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H., « Coordination, Control and the Management of Organizations : Course Notes », *Working Paper 98-098*, Harvard Business School, 8 (1998)

JENSEN, M. C. & RUBACK, R., « The Market for Corporate Control : the Scientific Evidence », 11 *J. Fin. Econ.*, 5 (1983)

KAHNEMAN, D. & TVERSKY, A., « On the Psychology of Prediction », 80 *Psychol. Rev.*, 237 (1973).

KELSO, L. O & ADLER, M. J., *The Capitalist Manifesto*, Random House: New York (1958)

KELSO, L. O. & ADLER, M. J., *The New Capitalists: a Proposal to Free Economic Growth from the Slavery of Savings*, Random House: New York (1961)

KELSO, L. O. & HETTER, P., *How to Turn Eighty Million Workers into Capitalists on Borrowed Money*, New York: Random House (1967).

KELSO, L. O. & HETTER, P., *Two-Factor Theory: the Economics of Reality*, New York: Random House (1967).

KELSO, L. O. & HETTER, P., « Employee Stock Ownership Plans: a Micro Application of Macro-Economic Theory », 26 *Am. U. L. Rev.*, 530 (1977)

KLEIN, B., CRAWFORD, R. & ALCHIAN, A., « Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process », 21 *Journal of Law and Economics*, 297 (1978)

KNIGHT, F. H., *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin Company (1921).

KREPS, D. M., *A Course in Microeconomic Theory*, Hemel Hempsted, Harvester Wheatsheaf (1990).

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, R., SCHLEIFER, F. & VISCHNY, R., « Law and Finance », 106 *Journal of Political Economy*, 1113 (1998).

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, R., & SCHLEIFER, F., « Corporate Ownership Around the World », 54 *The Journal of Finance*, 471 (1999).

LACHANCE, G., « Nature v. Nurture: Evolution, Path Dependence and Corporate Governance » 18 *Ariz. J. Int'l & Comp. L.*, 279 (2001).

LAMBERT, A. & LARCKER, D., « An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts », 25 *Journal of Accounting Research*, 85 (1987).

LAMBERT, A., LARCKER, D. & VERRECHIA, R., « Portfolio Consideration in Valuing Executive Compensation », 29 *Journal of Accounting Research*, 129 (1991).

LANGBEIN, J. H. & WOLK, B. A., *Pension and Employee Benefit Law*, Foundation Press (2001)

LAZONICK, W. & O'SULLIVAN, M. A., « Le rôle du marché boursier dans les systèmes nationaux de gouvernance d'entreprise : les changements actuels en France envisagés dans une perspective comparative », in M. AGLIETTA, M. (ed), *Régimes de Gouvernement d'Entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, Rapport de Recherche pour le Commissariat Général du Plan (Septembre 2001).

LEIBIG, M. & SARTWELL, P. « An Erosion of Trust : ERISA Challenge to Prudent Self-Regulation of Pension Investment », 9 *J. Pension Planning and Compliance*, 357 (1983).

LENOBLE J. & MAESSCHALCK M., *Toward a Theory of Governance : The Action of Norms*, Kluwer Law International (2003).

LENOBLE, J., « La procéduralisation contextuelle du droit », in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *Démocratie et Procéduralisation du Droit*, Bruxelles, Bruylant, 97 (2000).

LEVIN, W. R., « The False Promise of Worker Capitalism : Congress and the Leveraged Employee Stock Ownership Plan », 95 *Yale Law Journal*, 148 (1985).

LIEBESKIND, J-P., « Ownership, Incentives, and Control in New Biotechnology Firms », in M. M. BLAIR & KOCHAN, T. A., (eds.), *The New Relationship : Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 299 (2000).

LIEBOWITZ, S. J. & MARGOLIS, S. E., "The Fable of the Keys," 22 *Journal of Law and Economics*, 1 (1990).

LIEBOWITZ, S. J., & MARGOLIS, S. E., « Path Dependence, Lock-In and History », 11 *J. L. Econ. & Org.*, 205 (1995).

LLEWELLYN, K., « What Price Contract ? An Essay in Perspective. », 40 *Yale Law Journal*, 704 (1931).

LOGUE, J. & YATES J. , « Worker Ownership American Style : Pluralism, Participation and Performance », 20 *Economic and Industrial Democracy*, 225 (1999).

LONG, R., « Employee Stock Ownership Plans : Spreading the Wealth to the Average American Worker », 26 *Am. U. L. Rev.*, 515 (1977).

LORDON, F., « Croyances économiques et pouvoir symbolique », *L'Année de la Régulation*, vol.3, La Découverte, Paris, 169 (1999).

LORDON, F., « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique – Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, Paris, La Découverte, vol.4 (2000).

LORDON, F., « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie de la valeur actionnariale », *L'Année de la Régulation*, vol.4, La Découverte, Paris, 115 (2000).

LYON-CAEN, G. & LYON-CAEN, A., « La doctrine de l'entreprise », in *Dix ans de droit de l'entreprise*, Paris, Librairies Techniques, 600 (1978).

MACEY, J. R., « An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties », 21 *Stetson Law Review*, 37 (1991)

MACEY, J. R., « Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems : Toward a More Scientific Approach », 10 *J. Applied Corp. Fin.*, 16 (1998).

MACNEIL, I., « The Many Futures of Contracts », 47 *Southern California Law Review*, 691 (1974).

MACNEIL, I., « Contracts : Adjustments of Long-Term Economic Relations Under Classical, Neoclassical, and Relational contract law », 72 *Northwestern University Law review*, 854 (1978).

MAESSCHACK, M., « Provenance et fondements de la pragmatique contextuelle », in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *Démocratie et Procéduralisation du Droit*, Bruxelles, Bruylant, 125 (2000).

MAGNIER, A., *La participation du personnel à la gestion des entreprises : Cent ans d'évolution en France et à l'étranger, vers l'émancipation du prolétariat au sein des entreprises*, Paris, Recueil Sirey (1946).

MAGNUSSON, L. & OTTOSON, J. (eds.), *Evolutionary Economics and Path Dependence*, Edward Elgar, Cheltenham, UK Brookfield (1997).

MAILLARD, P., *Intéressement, Participation, Actionnariat*, Paris, Delmas (1998)

MALHERBE, P. & de SCHOUTHEETE, A., « La participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés », *J.T.*, n°6096, 345 (10 mai 2003).

MANNE, H., (ed.), *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington D.C., American Enterprise Institute (1969)

MANNING, B., « The Business Judgment Rule and the Duty of Attention : Time for Reality », 39 *Bus. Law.*, 1492 (1984).

MARGOLIS, S. E. & LIEBOWITZ S. J., « Path Dependence », in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan Press, London (1998).

MARSHALL, A., *Principles of Economics*, New York: Macmillan, 8th ed. (1948).

MASKIN, E. & TIROLE, J., « Unforeseen Contingencies, Property Rights and Incomplete Contracts », 66 *Review of Economic Studies*, 83 (1999).

MASTEN, S. E., « A Legal Basis for the Firm » in O. WILLIAMSON & S. WINTER eds., *The Nature of the Firm: Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press, 196 (1991).

MCCAHERY, J. A., MOERLAND, P., RAAIJMAKERS, T. & RENNEBOOG, L.(eds.), *Corporate Governance Regimes – Convergence and Diversity*, Oxford University Press (2002)

MEADE, J., « The Theory of Labour Managed-Firms and Profit-Sharing » 82 *Economic Journal (supplement)*, 402 (1972).

MELTON, M.W., « Demythologizing Esops », 45 *Tax Law Review*, 363 (1990).

MENARD, C., *L'économie des organisations*, Paris, La Découverte (1995).

MENARD, C., « On Clusters, Hybrids and Other Strange Forms : the Case of the French Poultry Industry », 152 *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154 (1996).

MENARD, C. (ed.), *Institutions, Contracts, Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Edward Elgar (2001).

MILGROM, P., & ROBERTS, J., *Economie, Organisation, Management*, Bruxelles: De Boeck Université (1997)

MILLER, M.H., « Is American Corporate Governance Fatally Flawed ? », 6 *J. of Applied Corporate Economics*, 34 (1994)

MILLON, D., « Theories of the Corporation », 39 *Duke Law Journal*, 231 (1990).

MILLON, D., « Communitarism in Corporate Law : Foundations and Law Reform Strategies », in L. E. MITCHELL (ed.) *Progressive Corporate Law*, Westview Press, 3 (1995).

MILLON, D., « Enron and the Dark Side of Worker Ownership », 1 *Seattle Journal for Social Justice*, 113 (2002).

MITCHELL, L. (ed.), *Progressive Corporate Law*, Westview Press (1995)

MITCHELL, O. S. & UTKUS, S. P., « Company Stock and Retirement Plan Diversification », *Pension Research Council Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania (2002)

MONTAGNE, S., « Les fonds de pension dans l'économie américaine », *La Lettre de la Régulation*, n°34 (Septembre 2000).

MONTAGNE, S. & SAUVIAT, C., « Rapport final pour la DARES sur les comportements de gestion de la main-d'œuvre de quelques grands entreprises françaises face à la mondialisation financière », *Institut de Recherches Economiques et Sociales*, (Juillet 2000).

MORIN, M-L., « Crise de la société salariale et transformation des relations contractuelles », *Actes du colloque Travail, activité, emploi: nouvelles formes, nouvelles règles*, Document de Travail Emploi - La documentation Française (1998).

NELSON, R. R. and WINTER, S G., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge Mass., Harvard University Press (1982)

NORTH, D., « Economic Performance through Time », 84 *American Economic Review*, 359 (1994).

NORTH, D., « Where we Have Been and Where Are we Going? », *Economics Working Paper Archives at WUSTL* (1996)

NORTH, D., « Five Propositions about Institutional Change », *Economics Working Paper Archives at WUSTL* (1993)

NORTH, D., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, New York, Cambridge University Press (1990).

O' SULLIVAN, M. A., *Contests for Corporate Control – Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press (2000).

O'CONNOR, M. A., « Restructuring the Corporation's Nexus of Contrats : Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers », 69 *North Carolina Law Review*, 1190 (1991)

O'CONNOR, M. A., « The Human Capital Era : Reconceptualizing Corporate Law to Facilitate Labor-Management Cooperation », 78 *Cornell Law Review*, 898 (1993)

O'CONNOR, M. A., « Measuring Corporate Investments in Human Capital – Comments », in BLAIR, M.M. & KOCHAN, T.A. (eds.), *The New Relationship – Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 370 (2000)

O'TOOLE, M. M., « The Disproportionate Effects of an ESOP's Proportional Voting », 85 *NW.U.L.Rev.*, 824 (1991).

OLSON, D. G., « Union Experiences with Worker Ownership : Legal and Practical Issues Raised by Esops, Trasops, Stock Purchases and Co-operatives », 1982 *Wisconsin Law Review*, 729 (1982).

OLSON, D. G., « Unions and Fair Market Value : an Argument for a Safe Harbour for Negotiated Esops », *The Journal of Employee Ownership Law and Finance*, 135 (1992)

ORLEAN, A., *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999 (1999).

OSSEDAT M. & VERDUZIER F., *Pratique de l'épargne salariale : vers un nouveau dialogue social*, Editions Liaisons (1992).

PATERSON, J., « Corporate Governance – Les limites de la rationalité et la procéduralisation », in P. COPPENS & J. LENOBLE (eds.), *Démocratie et Procéduralisation du Droit*, Bruxelles, Bruylant, pp. 366 (2000).

PENDLETON, A., « Gouvernement d'entreprise et actionnariat des salariés au Royaume-Uni », in *L'actionnariat des salariés en Europe – Semaine Sociale Lamy*, n°1028 (14 mai 2001).

PENDLETON, A., *Employee Ownership, Participation and Governance : a study of ESOPs in the U.K.*, London, Routledge, (2001).

PEROTIN, V., « Les Esops aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne », *Revue des Etudes Coopératives, Mutualistes et Associatives*, n°48, 250 (1993).

PORTER, M. E., « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harv. Bus. Rev.*, 74 (Sept.-Oct. 1992).

POSNER, R., *Sex and Reason*, Harvard University Press (1997).

POSNER, R., *The Economic Analysis of Law*, Boston and Toronto, Little Brown (1972).

RAGOT, X. & TOUFFUT, J-P., « Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'Année de la Régulation*, vol.2., 131 (1998).

RAJAN, R., & ZINGALES, L., « Financial Dependence and Growth », 88 *American Economic Review*, 559 (1998a)

RAJAN, R., & ZINGALES, L., « Power in a Theory of the Firm », 113 *The Quarterly Journal of Economics*, 387 (1998b)

RAJAN, R. & ZINGALES, L., « The Governance of the New Enterprise », in VIVES, X. (ed.), *Corporate Governance – Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, 201 (2000).

REBERIOUX, A., « Valeur actionnariale versus démocratie industrielle : une approche cognitive de la gouvernance d'entreprise », in M. AGLIETTA (ed), *Régimes de Gouvernement d'Entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, Rapport de Recherche pour le Commissariat Général du Plan (Septembre 2001).

REBERIOUX, A., « Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme – De la valeur actionnariale à la citoyenneté industrielle », *Thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques*, Université de Paris X-Nanterre (Décembre 2002)

REMILLARD, D., « La convention actionnariale comme vecteur de régulation des actions stratégiques », *Thèse de Doctorat*, Faculté des Sciences Economiques, Sociales et Politiques, U.C.L. (Septembre 2003).

RICKETTS, M., *The Economics of Business Enterprise*, Wheatsheaf Books, Brighton (1987).

ROBE, J-P., « L'entreprise en droit », 29 *Droit et Société*, 117 (1995).

ROCK, E. B., « America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance », 74 *Wash. U. L.Q.*, 367 (1996).

ROCK, E.B. & WACHTER, M.L., « The Enforceability of Norms and the Employment Relationship », 144 *U. Pal. L. Rev.*, 1913 (1996).

ROCK, E. B. & WACHTER, M. L., « Tailored claims and governance: the fit between employees and shareholders » in M.M. BLAIR & M. J. ROE (eds.), *Employees and Corporate governance*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 121 (1999).

ROCK, E.B. & WACHTER, M.L., « Island of Conscious Power : Law, Norms and the Self-Governing Corporation », 149 *University of Pennsylvania Law Review*, 1619 (2001).

ROE, M. J., « Backlash », 98 *Columbia Law Review*, 217 (1998)

ROE, M. J., « Political and Legal Restraint on Corporate Control », 27 *Journal of Financial Economics*, 7 (1990).

ROE, M. J., « A Political Theory of American Corporate Finance » 91 *Columbia Law Review*, 10 (1991).

ROE, M. J., *Strong Managers, Weak Owners – The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton (1994).

ROE, M. J., « Chaos and Evolution in Law and Economics », 109 *Harv. L. Rev.*, 641 (1996).

ROE, M. J., « Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control », 53 *Stan. L. Rev.*, 539 (2000).

ROE, M. J., « Corporate Law's Limits », *Working Paper n°186*, Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, 1 (2002).

ROE, M. J., « Can Culture Ever Constrain the Economic Model of Corporate Law? », *Working Paper n°381*, Harvard Law School, J. Olin Center for Law, Economics and Business, 1 (April 2002).

ROE, M. J., *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press (2003).

ROMANO, R., « Corporate Law and Corporate Governance », 5 *Industrial and Corporate Change*, 277 (1996).

ROOMKIN, M. J. (ed.), *Profit Sharing and Gain Sharing*, IMCR Press, Rutgers University, (1990)

ROSEN, C. « How Well are Esops Working ? », 28 *Tax Notes*, 1606 (sept.30., 1985)

ROSS, S. A., « The Economic Theory of Agency : The Principal Problem », 63 *American Economic Review*, 134-139 (1973).

RUSSELL, R. « Using Ownership to Control : Making Owners Workers in the Contemporary United States », 13 (3) *Politics and Society*, 253 (1984).

RUSSELL, R., « Employee Ownership and Internal Governance », 6 *Journal of Economic Behaviour and Governance*, 217 (1985).

SALANIE, B., *Théorie des Contrats*, Paris, Economica (1994)

SASS, S., *The Promise of Private Pensions: the First Hundred Years*, Cambridge MA & London: Harvard University Press (1997)

SAUVIAT, C., « La négociation collective dans les transports aériens : une revanche des salariés ... de courte durée », *Chronique Internationale de l'IRES*, n°73, 1 (Novembre 2001)

SAUVIAT, C., « Enron : une énorme 'défaillance de marché' », *Chronique Internationale de l'IRES*, n° 74, 3 (Janvier 2002)

SAVATIER, J., « La représentation des salariés dans les organes de la société anonyme après le loi du 25 juillet 1994 », *Droit Social*, 36 (Janvier 1995).

SCHMIDT, R. H. & SPINDER, G., « Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity – A Comment on Bebchuck and Roe », *Working Paper n°27*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt Am Main, 7 (July 1999).

SEIBERT, U., « Control and Transparency in Business : Corporate Governance Reform in Germany », 10 *European Business Law Review*, 70 (1999).

SHLEIFER, A. & VISCHNY, R. W., « A Survey of Corporate Governance », 52 *The Journal of Finance*, 737 (1997).

SIEGEL M. & BUCKMANN, C., « Role of Esops in Corporate Finance », 195 *N. Y. Law Journal* (1985).

SIMON, H., « A Formal Theory of the Employment Relationship », 19 *Econometrica*, 293 (1951).

SIMON, H., « Theories of Decision Making in Economic and Behavioral Sciences », 49 *American Economic Review*, 253 (1959)

SIMON, H., « Rationality as a Process and as Product of Thought », 68 *American Economic Review*, 1 (1978)

SIMON, H., « Organizations and Markets », 5 *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1991).

SISKE, R.C., « Employee Stock Ownership Plans : Current Twists and Turns », *SE93 ALI-ABA* 1091 (2000).

SPENCE, M. A. & ZECKHAUSER, R., « Insurance, Information and Individual Action », 61 *American Economic Review*, 119 (1971)

SUPIOT, A., *Critique du droit du travail*, Paris, PUF (1994).

TEUBNER, G., « Legal Irritants : Good Faith in British Law or How Unifying Law End Up in New Divergences », 61 *Modern Law Review*, 1 (1998).

VAGTS, D., « Reforming the 'Modern' Corporation : Perspectives from the German », 80 *Harvard L. R.*, 23 (1966).

VAN WEZEL STONE, K. , « Labor and the Corporate Structure: Changing Conceptions and Emerging Possibilities » 55 *University of Chicago Law Review*, 78 (1988).

VAN WEZEL STONE, K., « Employees as Stakeholders under State Nonshareholder Constituency Statutes », 21 *Stetson Law Review*, 45 (1991)

VANEK, J., *The General Theory of Labor-Managed Market Economies*, Cornell University Press (1970).

VAUGHAN-WHITEHEAD, D., *Intéressement, Participation, Actionnariat – Impacts Economiques dans l'entreprise*, Paris, Economica, pp. 1-307 (1992).

VILLEVAL, M-C., « Une théorie économique des institutions ? », in R. BOYER & Y. SAILLARD (eds.), *Théorie de la Régulation : l'état des savoirs – nouvelle édition complétée*, Paris, La Découverte, 480 (2002).

VROMEN, J. J., *Economic Evolution : an Enquiry into the Foundations of New Institutional Economics*, London, Routledge (1995).

WAGNER, I. & ROSEN, C., « Employee Ownership : its Effect on Corporate Performance », *Employment Relations Today*, (Spring 1985).

WALDROP, M. M., *Complexity : the Emerging Science at the Edge of Order and Chaos*, Simon & Schuster (1992).

WEITZMAN, M. L., « Prices vs Quantities », 41 *Review of Economic Studies*, 50 (1974).

WEITZMAN, M. L., *The Share Economy*, Cambridge : Harvard University Press, (1984).

WERIN, L. & WIJKANDER, H. (eds), *Contract Economics*, Blackwell (1992).

WILLIAMSON, O., *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, New York, The Free Press (1975).

WILLIAMSON, O., « Corporate Governance, 93 *Yale Law Journal*, 1197 (1984)

WILLIAMSON, O., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York Free Press (1985).

WILLIAMSON, O., « Corporate Finance and Corporate Governance », 43 *The Journal of Finance*, 567 (1988).

WILLIAMSON, O., *Les institutions de l'économie*, Paris, Interéditions (1994).

WILLIAMSON, O., *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press (1996).

WILLIAMSON, O., « The New Institutional Economics : Taking Stock, Looking Ahead », 38 *Journal of Economic Literature*, 597 (2000).

WILLIAMSON, O. & MASTEN, S. (eds.), *The Economics of Transaction Costs*, Northampton, Edward Elgar (1999).

WILLIAMSON, O. & WINTER, S. (eds.), *The Nature of the Firm. Origins, Evolution and Development*, Oxford University Press (1991)

WINTER, S., « Comments on Arrow and Lucas », in R. M. HOGARTH & M. W. REDER (eds.), « The Behavioural Foundations of Economic Theory », 59 *Journal of Business* (supplement), 427 (1986).

WISEMAN, J., « The Black Box », 101 *Economic Journal*, 149 (1991).

WITT, U., « Evolution as the Theme of a New Heterodoxy in Economics », in U. WITT ed., *Explaining Process and Change*, Ann Arbor, University of Michigan Press (1992).

ZINGALES, L. « Corporate Governance », in P. NEWMAN (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press, 497 (1998)

ZINGALES, L., « In Search of New Foundations », 55 *The Journal of Finance*, 1623 (2000).

JURISPRUDENCE AMERICAINE

Anchorage Community Hospital, 225 N.L.R.B..575 (1976)

Akers v Palmer, 71 F. 3d 226 (6th Cir. 1995)

Allied Chemical & Alkali Workers of America Local v. Pittsburgh Plate Glass Co., 404 U.S. 157 (1971).

Andrade v. Parsons Corp., 972 F. 2d 1336 (9th Cir. 1992).

Bristish Printing & Communication Corp. V. Harcourt Brace Jovanovich, Inc., 664 F. Supp. 1519 (S.D.N.Y. 1987).

Capital City Excavating Co., Inc. V. Commissioner, T. C. M. (p-H) 84, 193 (1984).

Cummings v. United Artists Theatre Circuit, Inc., 204 A. 2d 795, 806 (Md. 1964).

Danaher Corporation v. Chicago Pneumatic Toll Company, 635 F. Supp. 246, 249 (S.D.N. Y. 1986).

Delta Star, Inc. v. Patton, 76 F. Supp. 2d 617 (W.D. Pa. 1999).

DOL v. Farnum, 17 BNA Pension Reporter 1494 (D.R.I. 1990).

Donovan v. Bierwirth, 680 F. 2d. 263 (2d Cir. 1982).

Donovan v. Mazzola, 716 F.2d 1226, 1231 (9th Cir. 1983).

Donovan v. Mercer, 747 F. 2d 304 220 (5th Cir.1984).

Donovan v. Cunningham, 716 F. 2d 1455, 1467 (5th Cir. 1985).

E.I. du Pont de Nemours & Co. And Chemical Workers Association Inc., International Brotherhood of Dupont Workers, 311 N.L.R.B. 893 (1993)

Electromation Inc. and International Brotherhood of Teamster Local Union No.1049, AFL-CIO and Action Committees, 309 N.L.R.B. 990 (1992).

Everett Plywood and Door Corp, , 105 N.L.R.B. 17 (1953).

Eyler V. Commissioner, 88 F. 3d 445 (7th Cir. 1996)

- FirsTiers Bank, N. A. v. Zeller*, 16 F. 3d 907 (8th Cir. 1994).
- Grindstaff v. Green*, 133 F. 3d 416 (6th Cir. 1998).
- Herman v. Nationbank Trust Co.*, 125 F. 2d 1354 (11 Cir.1997).
- Hlinka v. Bethlehem Stell Corp.*, 863 F. 2d 279, 286 (3rd Cir. 1988)
- Howard v. Shay*, 100 F. 3d 1484 (9th Cir. 1996).
- Kuper v. Iovenko*, 66 F. 3d 1447 (6th Cir. 1995).
- Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp.*, 697 F. 2d 293 (2d Cir. 1982).
- Martin v. Feilen*, 965 F.2d 660 (8th Cir. 1992).
- Massachusetts Mutual Life Insurance Co. v. Russel*, 473 U.S. 134, 105 S.Ct. 3085, 87 L.Ed.2d 96 (1985).
- Moench v. Robertson*, 62 F. 3d 553 (3d Cir.1995).
- Morse v. Stanley*, 732 F. 2d 1139 (2d Cir. 1984)
- Muskogee Dairy Products Co.*, 85 N.L.R.B. 520 (1979).
- Mutual Rough Hat Co.*, 86 N.L.R.B. 440 (1949)
- NCR Corp.v. American Telephone & Telegraph Co*, 761 F. Supp. 475 (S.D. Ohio 1991).
- Neyer, Tiseo & Hindo, Ltd. V. Russell*, 37 F. 3d 1488 (3d Cir. 1994)
- Norlin v. Rooney Palace*, 744 F. 2d 255 (2d. Cir. 1984).
- Oster v. Barco of California Employees Retirement Plan*, 869 F. 2d 1215, 1217 (9th Circ. 1988)
- Reich v. Hall Holding Co., Inc.*, 990 F. Supp. 955 (N. D. Ohio 1998).
- Reich v. NationsBank of Georgia, N.A.*, 19 E.B.C. (BNA) 1345 (N. D. Ga. 1995)
- Reich v. Valley National Bank of Arizona*, 837 F. Supp. 1259 (S.D.N.Y. 1993).
- Richfield Oil Corp.*, 110 N.L.R.B., 356 (1954), enforced, 231 F.2d 717 (D.C. Cir.), cert.denied, 351 U.S. 909 (1956).
- Rummel v. Consolidated Freightways*, 1992 U.S. Dist. LEXIS 15144 (N.D. Cal. 1992)
- Shamrock Holdings Inc. v Polaroid Corp.*, 559 A.2d 257 (Del. Ch. 1989).
- St Louis Labor Health Institute*, 230 N.L.R.B. 180 (1977).
- Summers v. State Street Bank & Trust Co*, 104 F. 3d 105 (7th Cir. 1997).
- UMWA Welfare and Retirement Fund*, 192 N.L.R.B. 1022 (1971).

United Steelworkers of America, Local 2116 v. Cyclops Corporation 860 F. 2d 189, 202 (6th Cir.1988).

Unocal Corp. v. Mesa, 493 A. 2d 946 (Del.1985).

Winpisinger v. Aurora Corp. Illinois, 456 F. Supp. 559 (N.D. Ohio 1978).

JURISPRUDENCE FRANCAISE.

Crim 4 janv. 1991, *Bull.* n°9.

Soc.6 nov.1991, *J.C.P.* 1992, n°21806, note Savatier, *Bull.* V, n°71.

Cass. Soc 13 avr. 1995 : *RJS* 1995, n°543.

Cass. Soc. 12 oct. 1995, *Liaisons Sociales*, Jurispr. N°7347 du 27 octobre 1995.

Cass. Soc. 12 décembre 1996, *Droit Social*, février 1997, p.208, obs. Jean SAVATIER.

Cass. Soc. 29 oct. 1998, *RJS* 1998, n°4305.

Cass. Soc. 5 févr. 1998, n°617 D: *RJS* 1998, n°342 (1998).

Cass. Soc., 11 juin 1998, n°2993 P : *Bull. civ.* V, n°318 ; *RJS* 1998, n°1035.

Cass. Soc. 18 janv. 2000, *RJS* 3/00 n°277, *Droit Social*, p.435 (2000).

Cass. soc. 21 nov. 2000, n°98-18.605 FS-P, *Liaisons Sociales*, jurisprudence n°708, p.12 (9 mars 2001).

DIVERS ETATS-UNIS.

DOL Information Letter, Profit Sharing Plan for Employees of Carter Hawley Hal Stores, Inc. 11 *Pen. & Ben. Rep.* (BNA) 633 (April 30, 1984)

DOL Op. Ltr. Re : Profit-Sharing Retirement Income Plan for the Employee of Carter Hawley Hale Stores, Inc. (Apr. 30, 1984).

Letter from Louis Kelso to the Wall Street Journal (April 15, 1985)

Letter from Alan Lebowitz, Deputy Assistant Secretary for Program Operations, DOL, to ESOP Trustee (Feb. 23, 1989), reprinted in 16 *Pens. Rep.* (BNA), n° 9, 391 (Mar. 6, 1989).

National Center for Employee Ownership, *A Statistical Profile of Employee Ownership* (1999), disponible online, http://www.nceo.org/library/eo_stat.html.

Pass-Through voting in Collectively Bargained Employee Stock Ownership Plans' in DOL Op. Ltr. , Sep. 28, 1995 ; reprinted in *22 Pens. & Ben. Rep.* (BNA) 2249

Protecting America's Pensions Act of 2002, *Senate Report 107-226*, 107th Congress, 2d Session, July 26, 2002.

'Statement of senator Long introducing the Employee Ownership Act of 1983', 129 Cong. Rec. S. 16,637 (daily ed. Nov.17, 1983).

'Statement of Pension Investment's, *16 Pens. & Ben. Rep.* (BNA) 215 (Dep'ts Labor & Treas. Jan. 31, 1989).

'The Enron Pension Investment Catastrophe: Why It Happened and How Congress Should Fix It', Statement of Professor John H. Langbein

U.S. Congress, Joint Committee on Taxation Staff, *Tax Reform Proposals : Tax Treatment of Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)*, Washington D.C. : U.S. Government Printing Office, September 20, 1985, pp 17, & 23.

U.S. Congress, Senate Finance Committee, *Report, Tax Reduction Act of 1975*, Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, March 17, 1975, p.58.

U.S. Senate, Committee on Governmental Affairs, *Enron Hearings*, 24 January 2000.

DIVERS FRANCE

« La CFDT et l'intéressement dans l'entreprise », *Syndicalisme*, Supplément au n°1207 du 3 octobre 1968.

« La participation », *Revue Espoir*, Revue de l'Institut Charles de Gaulle (janvier 1974).

« Rapport PEPPER I de la Commission Européenne de 1991 », *Europe Sociale, Supplément 3/91*, Luxembourg (1991).

« Recommandation du Conseil du 27 juillet 1992 concernant la promotion de la participation des travailleurs aux profits et aux résultats de l'entreprise », *92/443/EEC*.

« Rapport PEPPER II de la Commission Européenne de 1996 », *COM(96)697 final*.

« Rapport de J. CHERIOUX sur l'actionnariat salarié », *Sénat, Rapport d'information 500 - 98/99- Commission des affaires sociales* (1998-99)

Cour des comptes, *Rapport annuel au Parlement sur la sécurité sociale* (septembre 1999).

« Réalité de l'actionnariat salarié en 2000 dans les sociétés françaises cotées », *Observatoire de l'actionnariat des salariés en Europe* (2000).

Banque de France, « La détention des actions françaises cotées », *Bulletin de la Banque de France*, n°80, pp.83-94 (août 2000)

« L'épargne salariale. Analyse des décrets d'application », *Bulletin Rapide de Droit des Affaires*, n°15-16/2001, pp. 12 à 14, (31 août 2001).

« La réforme de l'épargne salariale », *Liaisons Sociales*, , p.1., (jeudi 22 février 2001)

Guide de l'Actionnaire Salarié, Fédération des Actionnaires Salariés, Indice, Boulogne (2002).

« L'épargne salariale en 2000 », *Premières Informations et Premières Synthèses*, DARES, n° 17.1.(avril 2002)

Communication de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et sociale et au Comité des Régions relative à un cadre pour la promotion de la participation financière des salariés du 5 juillet 2002 », *COM* (2002), 364.

TABLE DES MATIERES

<i>Introduction générale</i>	1
PREMIERE PARTIE : LE REGIME JURIDIQUE DE L’ACTIONNARIAT SALARIE AUX ETATS-UNIS ET EN FRANCE	11
 Chapitre 1. Le régime juridique de l’actionnariat salarié aux Etats-Unis à travers le dispositif ‘ESOP’ (‘Employee Stock Ownership Plan’)	13
 Introduction	13
 I. Les Esops : présentation générale	17
1.1 Les différentes formules d’actionnariat salarié reconnues par le droit américain.....	17
1.2 Définition du mécanisme <i>Esop</i>	19
1.3 La spécificité du régime juridique des <i>Esops</i>	26
1.4 Historique et ratio legis.....	27
1.5 <i>Esops</i> et théorie de la firme.....	32
 II. Les caractéristiques structurelles des <i>Esops</i>	35
2.1. L’intervention des partenaires sociaux dans la mise en place des plans <i>Esops</i>	35
2.1.1. <i>Esop</i> et négociation collective.....	36
2.1.2. L’immixtion des syndicats dans la mise en place ou la gestion d’un <i>Esop</i>	38
2.2. Champ d’application <i>ratione personae</i> : éligibilité et non-discrimination.....	43
2.2.1. Éligibilité.....	44
2.2.2. Non-discrimination	45

2.3.	Modalités de gestion des plans	46
2.3.1.	Les ' <i>fiduciaries</i> ' : notion et extension.....	47
2.3.2.	Droits et devoirs fiduciaires.....	51
2.3.2.1.	La règle du bénéfice exclusif ou devoir de loyauté.....	53
2.3.2.2.	Le devoir de prudence.....	46
2.3.2.3.	La diversification.....	58
2.4.	Exercice des droits de vote.....	59
2.4.1.	Le régime légal : un compromis entre deux visions.....	60
2.4.2.	Les actions allouées.....	62
2.4.3.	Les actions non allouées.....	64
2.4.4.	Considérations finales sur les droits de vote	69
III.	Les différents usages des <i>Esops</i>	70
3.1.	L'utilisation des <i>Esops</i> comme plans d'épargne-pension.....	71
3.2.	Les <i>Esops</i> , comme supports de financement d'un projet ou d'un bien	77
3.2.1.	Le cadre légal : la ' <i>prohibited transaction rule</i> '	80
3.2.2.	La légalité des transactions d'achat et de vente d'actions.....	81
3.2.3.	La légalité des transactions de prêt.....	87
3.3.	Les <i>Esops</i> , comme instruments permettant le sauvetage d'entreprises en difficulté.....	90
3.3.1.	La transaction <i>Esop</i> de United Airlines.....	91
3.3.2.	Les avantages et les limites des <i>Esops</i> dans les entreprises en transition.....	94
3.4.	Les <i>Esops</i> , comme instruments permettant la transmission d'entreprises aux travailleurs	98

3.5.	Les <i>Esops</i> comme instruments de protection contre les prises de contrôle.....	100
3.5.1.	L'utilisation des <i>Esops</i> comme instruments d'ancrage managérial au regard droit des sociétés.....	102
3.5.2.	L'utilisation des <i>Esops</i> comme instruments d'ancrage managérial au regard de ERISA.....	109
IV.	Les <i>Esops</i> et l'affaire Enron.....	112
4.1.	La faillite d'Enron.....	113
4.2.	L'actionnariat salarié chez Enron.....	115
4.3.	Les propositions de loi consécutives à l'affaire Enron.....	118
4.3.1	Le <i>Pension Security Act</i> (H.R. 3762)	119
4.3.2	Le <i>National Employee Savings and Trust Equity Guarantee Act</i> (S. 1971)	120
4.3.3	Le <i>Kennedy Bill</i> (S. 1992)	120
4.4.	Considérations finales.....	123
V.	Conclusions.....	124
Chapitre 2	Les dispositifs constitutifs du régime juridique de l'actionnariat salarié en France.....	129
Introduction		129
I.	L'évolution historique.....	133
1.1.	La participation financière : une idée aussi ancienne que le mouvement ouvrier.....	133
1.2.	Les origines des dispositifs actuels : les trente glorieuses et le fordisme.....	134
1.3.	Relance et approfondissement des dispositifs de participation financière : les décennies 70 et 80.....	142
1.4.	La montée en puissance de la participation financière à la faveur de la 'patrimonialisation' progressive du régime de croissance : les décennies 90 et 2000	146
1.5.	Conclusion de la section.....	155

II.	Les caractéristiques structurelles des différents dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié en droit français.....	156
2.1	L'intéressement.....	156
2.1.1	Champ d'application.....	156
2.1.2	Mise en œuvre et intervention des partenaires sociaux.....	158
2.1.3	Les différentes modalités d'intéressement.....	159
2.2.1.	Nature juridique de l'intéressement.....	161
2.2	La Participation Légale.....	162
2.2.1.	Caractéristiques.....	163
2.2.2.	Mise en œuvre et intervention des partenaires sociaux.....	163
2.2.3.	Calcul de la participation.....	164
2.2.4.	Répartition et attribution des sommes issues de la participation.....	165
2.2.5.	Nature juridique de la participation.....	167
2.2.6.	Modalités de gestion des droits des salariés.....	168
2.3.	Les Plans d'Epargne d'Entreprise.....	171
2-3-1.	Caractéristiques et champ d'application.....	171
2-3-2.	Mise en œuvre et intervention des partenaires sociaux.....	172
2-3-3.	Nature juridique des sommes issues du plan d'épargne d'entreprise.....	173
2-3-4.	Contribution de l'entreprise au plan d'épargne d'entreprise.....	174
2-3-5.	Modalités de gestion des droits des salariés.....	175
2-3-6.	Plan d'épargne d'entreprise et actionnariat salarié.....	184
2-3-7.	Plan d'épargne et PME.....	186
III.	Les différents usages des dispositifs des dispositifs constitutifs de l'actionnariat salarié.	188
3.1.	L'utilisation de la participation financière comme variable d'ajustement des salaires.....	189
3.2.	L'utilisation de la participation financière à titre d'épargne.pension complémentaire.....	191
3.3.	L'utilisation des dispositifs de participation financière pour réaliser des transferts d'entreprise.....	194
3.4.	L'utilisation de la participation financière pour favoriser le développement du secteur de l'économie 'solidaire'.....	196
IV.	Conclusion	197

DEUXIEME PARTIE :	
L'APPROCHE CONTRACTUALISTE INCITATIVE	201
 Chapitre 1. Origine et spécificités de la théorie des contrats.....	203
 Chapitre 2. La théorie positive de l'agence.....	211
I. Précisions conceptuelles.....	211
 II. Les hypothèses fondamentales	213
2.1. La relation d'agence comme unité de base de l'analyse.....	213
2.2. Le modèle de rationalité sous-jacent à la théorie positive de l'agence.....	215
2.3. Les deux dimensions principales du problème informationnel:	
l'aléa moral et la sélection adverse.....	219
2.4. Les coûts d'agence.....	221
 III. La représentation de l'organisation et de la firme dans la théorie	
positive de l'agence.....	223
3.1. La représentation des phénomènes	
organisationnels.....	224
3.2. L'entreprise comme nœud de contrats.....	227
3.3. La sélection des formes organisationnelles.....	232
 Chapitre 3. La théorie des droits de propriété.....	235
I. L'ancienne théorie des droits de propriété (TDP) et sa conception	
contractuelle de l'organisation.....	236
II. La nouvelle théorie des droits de propriété (NTDP) et sa conception contractuelle de	
l'organisation	243
 Chapitre 4. La conception contractualiste de la <i>corporate governance</i>,	
du rapport salarial et de l'actionnariat salarié.....	252
 I. La conception contractualiste de la <i>corporate governance</i>	252
II. La conception contractualiste du rapport salarial.....	259
III. La conception contractualiste de l'actionnariat salarié.....	260

Chapitre 5. Les insuffisances du modèle contractualiste.....	267
I. Les insuffisances de la théorie contractualiste du point de vue des solutions de Gouvernance proposées.....	268
II. Les insuffisances de la théorie contractualiste du point de vue du modèle d'efficience mobilisé.....	276
Conclusion.....	279

TROISIEME PARTIE : LES TENTATIVES DE REFORMULATION DE LA THEORIE CONTRACTUALISTE : LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION D'OLIVER WILLIAMSON, L'APPROCHE NEO-INSTITUTIONNALISTE DE DOUGLASS NORTH ET L'APPROCHE COMPARATIVISTE EN TERME DE <i>PATH DEPENDENCY</i> DE MARK ROE.	281
--	------------

Chapitre 1. Actionnariat salarié & <i>corporate governance</i> : l'approche transactionnelle d'Oliver Williamson	283
Introduction.....	283
I. Naissance et mise en perspective de l'économie des coûts de transaction.....	286
1.1. L'influence primordiale : les travaux de Ronald Coase.....	286
1.2. Les autres influences : l'institutionnalisme et le droit des contrats	289
II. Les hypothèses fondamentales.....	294
2.1. Les hypothèses comportementales.....	295
2.1.1. La rationalité limitée.....	295
2.1.2. L'opportunisme des agents.....	299
2.2. Les caractéristiques des transactions: incertitude, fréquence et spécificité des actifs.....	302
2.2-1. L'incertitude.....	303
2-2-2. La fréquence.....	304
2-2-3. La spécificité des actifs.....	304

III.	La conception transactionnelle de la <i>corporate governance</i> et les aménagements organisationnels qui en découlent.....	310
IV.	La conception transactionnelle du rapport salarial.....	320
4.1	Le marché interne du travail.....	321
4.2	La relation individuelle de travail.....	323
4.3	L'actionnariat salarié.....	327
V.	Conclusion : l'économie des coûts de transaction : un avatar de la théorie contractualiste ?.....	334
5.1.	Les insuffisances de l'économie des coûts de transaction du point de vue des solutions de gouvernance proposées.....	336
5.2.	Les insuffisances de l'économie des coûts de transaction du point de vue du modèle d'efficience mobilisé.....	340
Chapitre 2	Actionnariat salarié & <i>corporate governance</i> : l'approche neo-institutionnaliste de Douglass North.....	345
Introduction.....		345
I	Le point de départ : les limites de la théorie williamsonienne pour rendre compte de l'environnement institutionnel.....	347
II	Les fondements théoriques de l'analyse northienne des institutions.....	349
2.1.	L'individualisme méthodologique.....	350
2.2.	La rationalité limitée.....	351
2-3.	La prise en compte des idéologies.....	352
2-4.	L'existence des coûts de transaction.....	355
III.	Le rôle de l'environnement institutionnel.....	358
3.1.	La notion d'institution.....	358
3.2.	Le changement institutionnel.....	362

IV.	Apports et limites de la conception northienne	364
4.1.	L'apport de la théorie néo-institutionnelle de North et ses implications pour l'étude de l'actionnariat salarié et de la <i>corporate governance</i>	365
4.2.	Les faiblesses de la théorie northienne.....	369
V.	Conclusion	373
Chapitre 3	Actionnariat salarié & <i>corporate governance</i> : L'approche comparativiste en terme de 'path dependency' de Mark Roe	376
Introduction		376
I.	L'approche comparativiste : origine et spécificités	380
II.	Présentation de la notion de '<i>path dependence</i>'	384
2.1.	Les origines de la notion de ' <i>path dependence</i> '	385
2.2.	Les dimensions temporelle et spatiale de la <i>path dependence</i>	389
2.2.1.	La dimension temporelle de la <i>path dependence</i>	389
2.2.2.	La dimension spatiale de la <i>path dependence</i>	393
2.3.	Les deux sources de <i>path dependence</i> : ' <i>structure driven</i> ' et ' <i>rule driven</i> '	395
2.3.1.	Les causes de la <i>structure-driven path dependence</i>	397
2.3.2.	Les causes de la <i>rule-driven path dependence</i>	400
III.	<i>Path dependence</i> et efficience	403
IV.	<i>Path dependence</i> et convergence	411
4.1.	La thèse de la convergence : la version dominante.....	412
4.2.	Les alternatives à la thèse de la convergence : le débat Roe versus La Porta et alii.....	416
4.3.	<i>Path dependence</i> et 'non-convergence' : une articulation ambiguë.....	424
V	Les apports de l'approche comparativiste à la théorie de la <i>corporate governance</i>	427

CONCLUSIONS GENERALES.....435

ANNEXES.....445

BIBLIOGRAPHIE.....447



Université catholique de Louvain



10.261.419