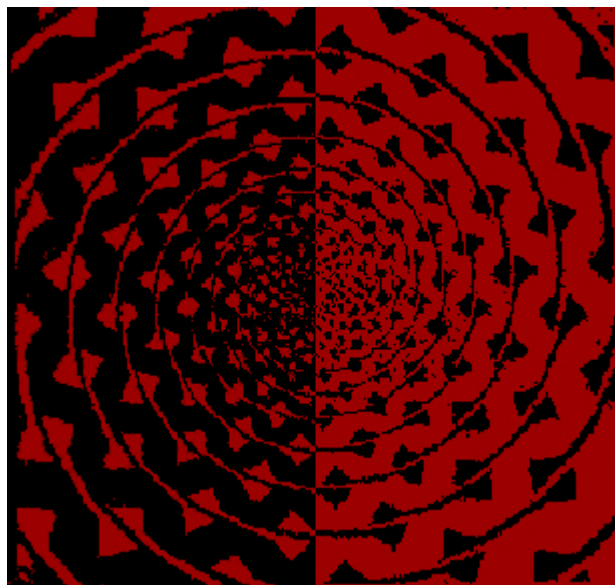

Les Carnets du Centre de Philosophie du Droit



Titre : *L'actionnariat des salariés en Belgique : une perspective critique.*

Auteur (s) : Alexia Autenne

N° : 85

Année : 2000

© CPDR, Louvain-la-Neuve, 2000

This paper may be cited as : Autenne Alexia, « L'actionnariat des salariés en Belgique : une perspective critique », in Les Carnets du Centre de Philosophie du Droit, n°85, 2000.

L'actionnariat des salariés en Belgique : une perspective critique

par Alexia Autenne (FNRS-UCL, CPDR)

1. Introduction

Les formules de participation des dirigeants et autres salariés au capital de leur firme connaissent, depuis quelques années, un succès croissant. Plans d'actionnariat salarié, stock-options, reprises d'entreprises par les travailleurs; ces nouvelles pratiques sont autant d'indices de l'émergence d'une nouvelle manière de concevoir la rémunération salariale qui va dans le sens d'un découplage de celle-ci entre une partie fixe et une partie variable liée à la performance financière de la firme.

L'actionnariat des salariés n'est pas une invention nouvelle: l'idée d'associer les travailleurs à la santé financière de l'entreprise avait déjà été évoquée il y a plus d'une cinquantaine d'années. A l'époque, l'intérêt pour cette forme de participation s'inscrivait dans un mouvement de revendication plus général sur l'émancipation des travailleurs au sein de l'entreprise, l'objectif visé étant la réalisation d'une plus grande justice sociale, au moyen d'un partage plus équitable des profits entre le capital et le travail¹. Aujourd'hui, les buts assignés à l'actionnariat salarié se sont diversifiés. De façon générale, et le débat socio-politique actuel en témoigne, la participation financière est également présentée comme un instrument permettant l'amélioration du fonctionnement des sociétés commerciales de façon à augmenter leur efficacité économique. Il est vrai que le contexte dans lequel s'inscrit ce nouvel engouement pour l'actionnariat salarié a changé. D'abord, l'environnement dans lequel évoluent les entreprises est caractérisé par une ouverture et une flexibilisation accrue des marchés des produits, des capitaux et du travail, tant au niveau national qu'international. Les entreprises qui veulent rester compétitives se tournent de plus en plus vers une stratégie de maîtrise des coûts salariaux par la flexibilisation des rémunérations. Ensuite, les progrès technologiques et la complexification de la gestion des entreprises accroissent l'importance du savoir technique et managérial dans le succès économique et exacerbent ainsi le désir des entreprises de vouloir s'attacher une main d'oeuvre qualifiée (les statistiques montrent que la rémunération en fonction du succès concerne

¹ Voir à ce sujet, 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.

surtout les dirigeants et les cadres supérieurs). Enfin, l'équilibre des systèmes traditionnels de sécurité sociale et de retraite étant mis à mal par la crise, les agents économiques se tournent de plus en plus vers des moyens alternatifs d'arbitrage entre le maintien de la prospérité économique et le financement de la sécurité sociale.

Il existe déjà, dans la législation belge, un éventail de règles fiscales et commerciales qui visent à encourager et à encadrer la participation financière. Ces mesures, qui sont apparues à partir de 1984, témoignent de la bienveillance des pouvoirs publics à l'égard du phénomène. Cependant, les promoteurs de la participation financière estiment que les règles en vigueur sont insuffisantes, éparpillées et mal adaptées à l'évolution du contexte économique. C'est pourquoi, de nombreuses voix se sont récemment fait entendre pour réclamer un encouragement à large échelle des dispositifs d'actionnariat salarié au sein des grandes entreprises faisant appel public à l'épargne (notamment sous la forme de plans d'investissement collectif destinés à l'ensemble des travailleurs salariés). Elles furent encouragées en cela par la diffusion des rapports PEPPER I et II à l'issue desquels l'Union Européenne a invité la Belgique à prendre des mesures pour assurer la "promotion de la participation des travailleurs salariés aux bénéfices et aux résultats de l'entreprise".

De manière générale, on constate que l'aménagement de mécanismes d'actionnariat salarié participe d'une volonté de repenser le rapport salarial à raison de la transformation des marchés financiers et de leur incidence croissante sur les modes de financement des entreprises. Plus spécifiquement, les partisans de la participation au capital déduisent de la "financiarisation" accrue de l'économie, la nécessité de modifier les modes traditionnels de rémunération de façon à associer les travailleurs aux bénéfices de la croissance, tout en facilitant, en retour, le financement de l'entreprise. La formule la plus simple consiste à remplacer une partie du salaire par une "rémunération" variable en fonction des performances financières de l'entreprise, étant entendu que la partie financiarisée est soumise aux règles qui régissent la gestion d'un patrimoine privé. Cependant, certains ont pris conscience que la mise en oeuvre de ce nouveau mode de rémunération était susceptible d'engendrer un certain nombre de conséquences (en termes notamment de flexibilisation, de précarisation, d'atteinte à la solidarité salariale etc...). On a alors vu apparaître une réflexion sur l'encadrement qu'il conviendrait de donner aux formules d'actionnariat salarié.

L'objet de cet article est double.

Il est, tout d'abord, informatif. Dans la première partie, nous nous attachons à exposer les arguments justificatifs qui sont mobilisés par les promoteurs de la participation financière. Nous insistons plus particulièrement sur l'argument, issu de la théorie de la firme comme "nexus of contracts", selon lequel la participation au capital peut être utilisée comme moyen de stimuler l'effort collectif de tout ou partie des travailleurs et contribue ainsi à l'accroissement de productivité de l'entreprise. En

effet, la littérature économique et juridique dominante affirme de plus en plus l'enracinement de la réflexion sur la gouvernance de l'entreprise (corporate governance)² dans un paradigme contractualiste. Dans la deuxième partie, nous décrivons brièvement les différents types d'actionnariat salarié existant actuellement en Belgique.

Ensuite, nous tentons de problématiser le débat juridique, au départ de certaines questions qui découlent de la réflexion sur l'encadrement légal de la participation financière. Dans quelle mesure l'Etat doit-il encourager le développement de formules de participation financière plus sophistiquées, sous la forme de plans d'investissement collectifs internes à l'entreprise et concernant l'ensemble des travailleurs ? Quel est l'objectif qui justifierait un soutien des pouvoirs publics, sous forme de traitement fiscal ou parafiscal préférentiel, en faveur d'un actionnariat salarié à grande échelle, accompagné d'un dispositif de gouvernance spécifique ? Pour quelle raison fondamentale faut-il réfléchir à un dispositif collectif ? Dans la dernière partie, nous tentons de mettre en évidence l'existence d'un écart entre, d'une part, les arguments théoriques invoqués pour justifier l'actionnariat salarié et d'autre part, les propositions et projets politiques récents visant à élaborer un régime pour encadrer cet actionnariat. Nous suggérons un déplacement d'analyse qui permet de comprendre cet écart. Plus précisément, nous relevons l'utilité qu'il y aurait à modaliser la théorie contractualiste, dans la mesure où celle-ci est incapable de rendre compte de l'ensemble des conséquences concrètes qui, dans une société comme la nôtre, découlent du réaménagement de la relation d'emploi en raison de l'importance des marchés financiers. A titre indicatif, nous montrerons qu'il existe aujourd'hui, au sein de la littérature américaine sur la corporate governance, un courant théorique qui s'attache à développer une grille d'analyse plus riche que celle issue de la théorie contractualiste, dans la mesure où celle-ci tente de mettre en évidence l'insertion des dispositifs de gouvernance au sein du *contexte* dans lequel ils opèrent. Cette approche a été particulièrement bien illustrée, du point de vue de l'actionnariat salarié, par les travaux du Professeur Jeffrey Gordon qui visent à démontrer que la participation des

² La "corporate governance" est une notion protéiforme. De nombreuses définitions ont été proposées. Pour A. Shleifer et R. Vishny, "corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment" (in "Survey on corporate governance", in *The Journal of Finance*, vol. LII, n°2, juin 1997). Si on se réfère à Luigi Zingales, "corporate governance is the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated by a firm" (in "Corporate governance", *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998). La conception de Zingales est indéniablement moins restrictive que celle de Shleifer et Vishny. Pour notre part, nous abordons la question de la corporate governance en y incluant la prise en compte de l'ensemble des parties prenantes ayant un intérêt à long-terme dans l'entreprise. Cette approche fait référence à la prise en compte organisée, non seulement des intérêts des actionnaires mais aussi d'autres "stakeholders", au premier rang desquels les travailleurs. Cette idée se retrouve notamment chez Oliver Williamson qui définit la gouvernance comme "le cadre contractuel explicite ou implicite dans lequel se situe une transaction" (marchés, firmes et modes intermédiaires comme par exemple le franchising.) (in *Les institutions de l'Economie*, Paris, Interéditions, 1994).

travailleurs au capital peut avoir certains avantages quand une entreprise veut s'adapter à une période de transition économique.

2. Les attentes liées à l'encouragement des formules d'actionnariat salarié.

Le succès de l'actionnariat salarié est, de toute évidence, conditionné par l'existence de structures incitatives. Un rapport de l'OCDE³ montre que les huit pays où l'intéressement⁴ couvre au moins cinq % des salariés (Canada, France, Allemagne, Japon, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Unis et USA) possèdent tous une législation qui l'encourage soit directement soit indirectement. L'encouragement de l'actionnariat salarié peut être réalisé de différentes manières (exemple : allègement des coûts administratifs) mais, le plus souvent, le législateur recourt à l'octroi d'avantages fiscaux. Si les pouvoirs publics ont souhaité recourir à des incitants, c'est en vue de réaliser un certain nombre d'objectifs jugés souhaitables. On distingue trois grands types d'attentes associées à la participation au capital (celles-ci constituant autant d'arguments en faveur d'un soutien légal). Les défenseurs de la participation au capital prétendent que l'octroi d'actions en remplacement d'une partie de la rémunération (1) favorise la productivité et la rentabilité des entreprises (d'où, effets bénéfiques pour l'emploi), (2) possède un effet d'ancrage de l'entreprise dans son tissu régional et donc augmente la difficulté de " dégraissage " par des actionnaires extérieurs, (3) renforce l'autofinancement des entreprises et améliore la structure du capital.

Dans cette première partie, nous traitons des trois arguments justificatifs et de certaines questions qui en découlent. Nous développons surtout le premier argument, dans la mesure où celui-ci revêt une importance fondamentale dans le débat contemporain sur la participation au capital.

2.1. L'actionnariat salarié et ses effets de productivité

Une des attentes primordiales associées à l'actionnariat salarié a trait à l'influence positive de cette pratique sur la productivité des entreprises qui y recourent. C'est d'ailleurs cet objectif qui sous-tend la recommandation du Conseil des Ministres de

³ " L'intéressement aux résultats de l'entreprise dans les pays de l'OCDE ", in *Perspectives de l'emploi*, OCDE, juillet 1995.

⁴ L'intéressement visé dans le rapport OCDE ne se limite pas à la participation au capital car il vise les mécanismes par lesquels les travailleurs se voient attribuer régulièrement, en plus de leur traitement ou de leur salaire, une part des bénéfices de l'entreprise qui est calculée sur une base prédéterminée, la somme attribuée aux travailleurs variant avec le niveau des bénéfices. La part des bénéfices peut être versée en numéraire ou sous forme d'actions.

l'U. E (1992) concernant la promotion de la participation des travailleurs salariés aux profits et aux résultats de l'entreprise (recommandation PEPPER)⁵.

Les économistes nous affirment que, si les circonstances s'y prêtent, l'intéressement au capital est susceptible d'améliorer la productivité de la main-d'oeuvre en incitant les salariés à accroître leur effort parcequ'ils sont associés aux objectifs de l'entreprise. L'idée est simple : avec un partage des profits, les travailleurs sont rémunérés en fonction de ce qu'ils produisent (la valeur de l'action étant proportionnelle à la performance de l'entreprise) ; ils sont alors incités à ajuster automatiquement leurs efforts au degré optimal, induisant par là un accroissement de productivité. Cette augmentation est elle-même récompensée par une "rémunération" plus forte, impliquant à son tour des comportements sur le lieu de travail tournés vers un rehaussement de la productivité.⁶

Quelques précisions conceptuelles nous semblent nécessaires pour mieux jauger le potentiel explicatif de l'argument de productivité. D'un point de vue théorique, le cadre analytique utilisé par les économistes pour analyser les effets de productivité qui découlent de la participation financière est celui de la *théorie contractualiste* de la firme, plus particulièrement, le *modèle de l'agence*. L'explicitation de ces deux expressions est la suivante. La théorie contractualiste, qui fonde l'orthodoxie de l'essentiel des pratiques de gouvernement dans l'entreprise moderne et qui a fortement influencé la représentation juridique de la firme en droit américain⁷, s'est contruite

⁵ Council Recommendation of 27 July 1992 concerning the promotion of participation by employed persons in profits and enterprises results (including equity participation) (92/443/EEC). Cette Recommandation fait suite au Rapport PEPPER de la Commission: "The PEPPER Report: Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member States of the European Community", by M. UVALIC, in *Supplément 3/91 to Social Europe*, Brussels, 1991.

⁶ Pour de plus amples développements, voir, V. PEROTIN, "Actionnariat des salariés et participation aux résultats de l'entreprise: une introduction", *Reflets économiques luxembourgeois*, 1993; D. VAUGHAN-WHITEHEAD, in *Intéressement, participation, actionnariat: impact économique dans l'entreprise*, Paris Economica, 1992; L'intéressement aux résultats de l'entreprise dans les pays de l'O.C.D.E, *Perspectives de l'emploi*, juillet 1995, p.147; "The PEPPER Report:: Promotion of Employee participation in Profits and Enterprise results in the Member States of the European Community", by M. UVALIC, in *Supplément 3/91 to Social Europe*, Brussels, 1991.

⁷ Aux USA, le modèle juridique de la firme trouve son origine dans les travaux de Berle et Means (A. BERLE and G. MEANS, 1933, *The modern corporation and private property*) qui posent la question de la gouvernance d'entreprise comme celle des modalités de contrôle des managers par les actionnaires. Plus fondamentalement, le droit commercial et économique américain repose sur un paradigme contractualiste. Pour reprendre la formulation de Mark Roe, "corporate law is in fact a standard contract that shareholders and managers can vary at will. Behind the mystification of the corporation are contracts among shareholders, managers and employees. State corporate law sets up standard form contracts that most shareholders and managers want, so that the costs of contracting will be cheap. If the standard terms-describing for example, who votes, when they vote and on what they vote, do not suit a firm managers and shareholders, they revise them" (M. Roe, *Strong managers, weak owners*, Princeton University Press, 1994, p.23). Si le droit continental se montre moins sensible à la théorie économique, il comprend cependant un grand nombre de règles qui démontrent l'influence de la conception contractualiste.

autour d'une logique forte dont le principe central est, pour reprendre la formulation de M. C. Jensen et W. H. Meckling⁸, celui de la firme comme noeud contractuel (*contractual nexus*), les relations entre les différents acteurs de l'entreprise étant réductibles à un ensemble de contrats passés entre eux⁹. A. A. Alchian et H. Demsetz¹⁰ définissent ainsi la firme capitaliste moderne comme une structure contractuelle caractérisée par l'existence d'une production en équipe réalisée par plusieurs apporteurs "d'entrants" (*inputs*), coordonnée par un agent central en position de créancier résiduel et détenteur de la capacité de négocier séparément chacun des contrats avec les fournisseurs d'entrants¹¹. Il est important, ici, de souligner que le concept de "contrat" en économie ne recouvre pas nécessairement le "contrat" juridique. Alors que les juristes définissent le contrat comme un accord de volonté bénéficiant du soutien de la sanction légale (*enforceability*) et qui doit généralement entraîner des obligations pour chacune des parties; les économistes ont une conception beaucoup plus large du "contrat" puisque celui-ci recouvre aussi certaines attentes (*expectations*) communes des parties à la relation, même si ces attentes ne sont pas explicitement formulées. A cet égard, certains auteurs distinguent judicieusement les contrats au sens strict des contrats implicites: "*implicit bargains are tacit agreements between parties that are not explicitly articulated and therefore not legally*

⁸ M. C. JENSEN and W. H. MECKLING, "Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of financial Economics*, 305 (1976).

⁹ C'est Ronald Coase qui est à l'origine du modèle contractualiste de l'entreprise. La théorie néo-classique qui cherche essentiellement à comprendre le fonctionnement du système des prix comme mode d'allocation des ressources se bornait à considérer la firme comme une fonction de production, sans vraiment lever le voile sur la boîte noire que recouvre l'organisation interne de la firme. Dans son fameux article, "The nature of the firm" (R. H. COASE (1937), *The Nature of the firm*, *Economica*, N.S, 4, 386.), Coase a rendu pensable l'organisation au sein du modèle de marché, tout en maintenant ce dernier comme lieu de coordination et de régulation par excellence. La théorie de Coase, qui a exercé une influence considérable, démontre que le marché ou la coordination par les prix n'est pas gratuit. Les coûts de transaction, s'ils sont élevés, justifient le remplacement de la coordination par les prix par la coordination hiérarchique. La gestion des ressources au sein d'une firme est viable si le coût de coordination des ressources par les arrangements contractuels du marché est plus élevé que le coût de gestion à l'intérieur de la firme. Ainsi, la firme trouve son origine, non pas dans les nécessités de la division du travail mais dans l'économie réalisée par le fait qu'elle se substitue à une série de contrats ponctuels d'échange conclus sur le marché.

¹⁰ A. ALCHIAN et H. DEMSETZ (1972), "Production, information costs and economic organisation", in *American Economic Review*, 62, n°5, December, p.77.

¹¹ Il est important de relever que, dans ces derniers développements, l'approche contractualiste a intégré le concept d'incomplétude des contrats. Dans cette optique, l'entreprise est une coquille juridique dans laquelle se déploient des relations contractuelles interindividuelles, dans un contexte de rationalité limitée et d'incertitude. Sur cette notion d'incomplétude des contrats, voir notamment, O. HART, *Firm, Contracts and Financial structure*, Oxford, Clarendon Press, 1995; O. HART and J. MOORE, "Property rights and the nature of the firm", (1990), in *Journal of Political Economy*, 98, 1119.

enforceable. Because contracts are inadequate to cover the gamut of relationships that surround the corporate venture, implicit bargains also play a role in fashioning relationships. Together with explicit contracts, they shape the expectations of stakeholders. Thus acknowledging implicit bargains is the first step towards understanding the true nature of corporation.”¹²

Dans la mesure où il assimile la firme capitaliste à une organisation dont la fonction principale est de coordonner de façon hiérarchique le travail des différents individus qui la composent, le modèle contractualiste¹³ va mettre au jour l’existence de problèmes d’ “agence” entre les différents membres de la firme. La *théorie de l’Agence* fait référence aux problèmes d’asymétrie d’informations et aux conflits d’intérêts entre les membres d’une équipe dont il faut organiser la discipline tout en maintenant la libre adhésion. “ Une relation d’agence relie un principal (mandant) et un agent (mandataire). Le principal requiert de l’agent qu’il agisse pour son compte et au mieux de ses intérêts, ce qui implique la délégation d’un certain pouvoir de décision au mandataire. En échange des services rendus ou susceptibles de l’être, il lui offre une rémunération. De son côté, l’agent s’engage à prendre des décisions qui vont dans le sens des intérêts du principal.”¹⁴ Dans sa version normative¹⁵, la théorie de l’agence tente de comprendre les organisations économiques en fonction des relations d’agence dont elles sont composées. A. Alchian, H. Demsetz, M.C Jensen , W.H Meckling et E. F. Fama ont été parmi les promoteurs de cette théorie. Alchian et Demsetz¹⁶ (1972) ont notamment souligné le besoin qu’a une firme de construire sa propre organisation pour résoudre les problèmes posés par les conflits d’intérêts de ses participants. Deux hypothèses étayent leur analyse : (1) la coopération au sein d’un travail en équipe est le plus souvent plus productive que celle qui résulte de relations impersonnelles via le marché ; et (2) l’organisation par équipe porte à son paroxysme le problème de la mesure et de la répartition des responsabilités des membres de l’équipe quant au succès ou à l’échec de l’entreprise.

¹² D. MILLON, “ Redefining Corporate Law ”, 24 *Ind. L. Rev.*, 234 (1991).

¹³ Le modèle néo-classique de la firme en concurrence parfaite ne pose pas le problème de l’organisation interne puisque l’information parfaite au sujet des prix, des technologies et de l’emploi évacue les problèmes de coordination.

¹⁴ P. DESBRIERES, *Participation financière, stock-options et rachats d’entreprise par les salariés*, Paris Economica, 1991, p.59.

¹⁵ Sur la distinction entre branche positive et branche normative de la théorie, voir M.C. JENSEN, (1983), “ Organization Theory and Methodology ”, in *Accounting Review*, vol.58, avril, 319.

¹⁶ A. ALCHIAN et H. DEMSETZ (1972), “ Production, information costs and economic organisation ”, in *American Economic Review*, 62, n°5, p.77.

Si la théorie de l'agence s'est principalement focalisée sur la relation entre les dirigeants de l'entreprise et ses actionnaires¹⁷, elle a aussi vocation à s'appliquer à l'étude des relations de la firme avec les autres acteurs économiques qui contribuent à son existence et à son fonctionnement, au premier rang desquels les travailleurs. Plus spécifiquement, le problème d'agence entre la firme -représentée par ses dirigeants- et les travailleurs salariés provient de la séparation des fonctions de prise du risque et de décision. Selon Jensen et Smith (1985)¹⁸, cette relation peut être conflictuelle pour au moins trois raisons. Premièrement, les efforts déployés par les salariés en faveur de la maximisation de la valeur de l'entreprise (donc de la richesse des actionnaires) peuvent intervenir négativement dans la fonction d'utilité des travailleurs. Par exemple, chaque salarié est sensible aux avantages non pécuniaires prélevés sur la valeur du patrimoine de la société (bureau spacieux, voiture de société, déjeuners somptueux...). Deuxièmement, les salariés encourent un risque supérieur à celui supporté par les actionnaires. Dans la mesure où leur capital humain est investi dans la société, ils sont beaucoup plus sensibles aux résultats que les propriétaires qui peuvent toujours diversifier leur investissement. En conséquence, les actionnaires et leurs représentants auront tendance à investir dans des projets d'un niveau de risque supérieur à celui qu'auraient souhaité les travailleurs. Troisièmement, les dirigeants salariés et les travailleurs ont un horizon limité à leur présence dans l'entreprise et auront tendance à préférer les investissements moins risqués et plus rentables à court terme. Traditionnellement, les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires sont résolus par certains mécanismes bien connus comme l'exercice des droits de vote attachés aux titres possédés, le système des OPA, l'action minoritaire etc... Les conflits qui opposent actionnaires et dirigeants¹⁹ aux travailleurs salariés sont, quant à eux, résolus par les systèmes de collaboration et de concertation prescrits par les lois sociales et les conventions collectives. Selon les théoriciens de l'agence, il faut y ajouter les formules de participation au capital. Ph. Desbrières affirme ainsi : “ parmi

¹⁷ L'économiste français, Gérard Charreaux avance trois types d'arguments pour justifier la prépondérance accordée à l'analyse du rapport actionnaires-dirigeants. Premièrement, les études existantes ont essentiellement été construites aux USA où le contexte idéologique et économique attribue un rôle prioritaire aux relations entre les actionnaires et les dirigeants. L'efficacité partielle du marché du travail pour contrôler le dirigeant salarié et l'inertie fréquente des actionnaires ont, notamment, justifié l'étude de mécanismes de contrôle supplémentaires. Deuxièmement, une partie majeure du courant de recherche contractualiste est liée à la théorie financière qui, de par sa construction initiale, a toujours accordé une place prépondérante à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Troisièmement, la disponibilité des données boursières portant sur les cours des actions facilite la vérification empirique de la théorie. voir. G. CHARREAUX, *Le gouvernement des entreprises. Corporate governance: théorie et faits*, Paris, Economica, 1997, p.19.

¹⁸ M. Jensen et C. Smith, “Stockholder, Manager and Creditor interests: application of agency theory”, in *Recent advances in corporate Finance*, Homewood, Irwin, 1985.

¹⁹ Ici, les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont supposés confondus, les premiers déléguant leur pouvoir aux seconds.

l'ensemble des mécanismes régulateurs de la relation d'agence, ceux-ci nous semblent particulièrement incitatifs. En effet, ils ont pour intérêt 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. »²⁰

En résumé, l'intéressement au capital est théoriquement censé avoir deux effets qui se renforcent mutuellement. Primo, il est susceptible de réduire les conflits d'intérêts entre les travailleurs et la firme et secundo, il génère en retour des effets de productivité dans la mesure où c'est dans le cadre d'entreprises où le climat général est favorable à la coopération et à la participation que les gains en terme d'efforts accrus sont les plus importants.

Il convient, cependant, d'évoquer quatre types de nuances qui peuvent être apportées au modèle théorique précédent. Ce n'est pas le lieu ici de les examiner de manière extensive mais, à titre introductif, nous voudrions les présenter brièvement.

1) La première concerne le problème du "risque". En liant une partie de leur rémunération au sort de l'entreprise, les travailleurs supportent un risque de variation à la baisse du montant de cette rémunération, tout en étant contraint par une impossibilité matérielle de diversifier leur offre de travail entre plusieurs secteurs ou entreprises (comme peuvent le faire les apporteurs de capitaux). Ils ont, en outre, typiquement plus d'aversion au risque que les investisseurs puisque la "rémunération" de leur travail constitue souvent la composante unique de leur revenu de portefeuille. Cette aversion au risque et à la variabilité de la rémunération est inversement proportionnelle à l'échelle des salaires : elle est beaucoup plus grande chez les travailleurs disposant d'un revenu modeste que chez les travailleurs disposant d'un revenu élevé. L'argument théorique sur les risques est d'ailleurs un des arguments invoqués par les syndicats pour s'opposer aux nouvelles formules de participation au capital. Pour R. Stallaerts, "la critique syndicale liée au risque permet d'expliquer la perception différenciée des syndicats vis à vis des différents systèmes de participation financière. Si une compagnie fait faillite dans un système de partage, les travailleurs concernés peuvent à la fois perdre leur travail et leur épargne : c'est pourquoi les formules de participation financière immédiates pourront être préférées aux participations différées." ²¹

2) Un deuxième type d'argument consiste à mettre en doute la fiabilité des systèmes de rétribution basés sur la valeur boursière de la firme: il réfute l'hypothèse selon laquelle la maximisation de la valeur fondamentale de la firme correspond à la maximisation de la valeur de l'action²². Il existe une importante littérature, parfois très

²⁰ P. DESBRIERES, *op. cit.*, p.61.

²¹ R. STALLAERTS, "The HBK system: a belgian experience in profit-sharing", *Conference for the Economics of self-management*, Vienna, July, 1988.

²² cfr. forme forte de l'hypothèse d'efficacité des marchés.

technique, sur la problématique de la déconnexion entre l'information objective et les prix des actifs financiers²³. Il suffit ici d'évoquer le caractère ténu du lien entre la productivité individuelle de chaque travailleur et la variation à la hausse ou à la baisse du cours de l'action. On peut alors douter de l'effet incitatif de la rétribution en capital.

3) Relevons également la critique, issue des théories conventionnalistes²⁴ de la firme, visant à montrer que l'importance accrue des critères financiers comme instruments d'évaluation des entreprises risque de dévaloriser les investissements spécifiques des travailleurs qui ne trouvent pas de traduction dans ces critères. De fait, la mise en oeuvre de modes de gestion qui appréhendent la main-d'oeuvre comme une variable d'ajustement ou un levier d'augmentation de la valeur actionnariale risque de saper les facteurs qui déterminent la compétitivité de nombreuses firmes (savoirs spécifiques, confiance, engagement, coopération,...). Au surplus, une telle gestion contribuerait à priver l'économie de marché de sa légitimité sociale, étant entendu qu'une telle analyse postule une zone de recouvrement entre efficacité et équité.

4) Certains économistes appartenant à un groupe qui s'intéresse à l'économie de la participation²⁵ ont démontré que les gains en terme d'augmentation de productivité sont d'autant plus larges que le partage des profits est accompagné d'une plus grande participation des travailleurs concernés aux décisions de l'entreprise. Les travailleurs se sentiront, en effet, beaucoup plus impliqués par une formule de rémunération en actions s'ils participent aux décisions qui ont un impact sur la valeur de l'action, étant entendu que le niveau global de leur rémunération en sera directement affecté.²⁶ Indépendamment des critiques dont elle peut faire l'objet, cette perspective appartenant à l'économie de la participation nous met déjà sur la voie de l'argumentation que nous allons développer plus tard (dans la mesure où elle met l'accent sur un aspect de la question de l'actionnariat salarié-la participation aux décisions de l'entreprise- qui n'est pas du tout problématisé par le modèle contractualiste de l'agence).

²³ pour une analyse du phénomène de la spéculation, voir A. ORLEAN, "Contagion mimétique et bulles spéculatives", in J. CARTELIER (ed.), *La formation des grandeurs économiques*, Paris, PUF, 1990.

²⁴ voir notamment les travaux de F. EYMARD-DUVERNAY.

²⁵ Ce groupe, qui a démarré à partir de convictions politiques assez fortes en terme de participation des travailleurs, essaie de démontrer les insuffisances des conclusions habituellement tirées de l'approche néo-classique de la firme comme fonction de production. En cela il tente de construire un lien entre coopération, motivation et productivité.

²⁶ Voir à ce sujet J. R. CABLE and F. FITZROY, "Productive efficiency, incentives and employee participation: some preliminary results for West-Germany", *Kyklos*, vol. 33, n°1; R. CABLE and F. FITZROY, "Cooperation and productivity: some evidence from West-German experience", in *Economic analysis and workers management*, 1984.

2. 2. *L'actionnariat salarié et l'ancrage des entreprises*

Au cours des dernières années, la question de l'ancrage des entreprises belges a été débattue à de nombreuses reprises. Pour l'essentiel, ce débat porte sur la question de savoir dans quelle mesure la sauvegarde d'une portion de pouvoir de décision national²⁷ à l'égard de l'infrastructure économique est souhaitable ou nécessaire pour le maintien d'une économie forte et la prospérité qui en découle. Plus précisément, le concept légal d'ancrage fait référence aux différents instruments juridiques dont peut faire usage un entrepreneur pour obtenir l'autorité sur une entreprise et maintenir en Belgique l'organe qui a la pouvoir de définir la politique de l'entreprise, sans nécessairement devoir disposer personnellement des moyens financiers indispensables²⁸. “ Un instrument d'ancrage juridique efficace procure à son utilisateur un levier lui permettant d'obtenir un pouvoir de décision ou de contrôle maximal avec des moyens financiers minimaux ”²⁹.

La discussion sur l'ancrage a été suscitée en 1988 par la très médiatique affaire de la Société Générale. La tentative de reprise, par l'italien Carlo De Benedetti, d'un des fleurons du patrimoine économique et financier national avait, on s'en souvient, mis en émoi le pays tout entier. Depuis lors, l'idée de l'ancrage est revenue à répétition sous les feux de la rampe. En 1992, par exemple, le Ministre-Président de la Région Flamande Luc Van Den Brande, a lancé la discussion au niveau flamand avec comme fer de lance la menace d'une mainmise d'entreprises françaises sur des entreprises flamandes appartenant à des secteurs d'utilité publique.

Si l'influence étrangère sur les entreprises belges n'est pas un phénomène nouveau (de nombreux secteurs à capital intensif ont attiré massivement les investissements étrangers au cours des dernières décennies), il faut toutefois relever

²⁷ Le terme “ national ” peut signifier, dans ce contexte, le niveau tant européen que véritablement belge et même régional.

²⁸ Il faut bien avoir à l'esprit que la problématique juridique de l'ancrage doit être envisagée en tenant compte des instruments juridiques européens qui rendent les protections artificielles contre les reprises étrangères plus difficiles, surtout pour les entreprises cotées en bourse. Nous pensons notamment à l'article 52 du traité C.E qui porte sur la liberté d'établissement, étant entendu que cette liberté s'applique également à la constitution et à la gestion d'entreprises. Une grande partie de la doctrine estime, en outre, que l'art.52 garantit aussi la possibilité d'acquérir une participation en actions dans une société existante. L'article 221 du traité C.E stipule, quant à lui, que les Etats membres accordent le traitement national en ce qui concerne la participation financière des ressortissants ds autres Etats membres au capital de leurs sociétés.

²⁹ K.GEENS, F. HELLEMANS, A.HAELTERMAN, P. BEVERNAGE, “ Instruments juridiques d'ancrage des entreprises belges ”, in *La Revue Politique*, Bruxelles, CEPESS, 1995, n°3, p.5

deux tendances qui donnent, aujourd'hui, une orientation nouvelle au débat³⁰. D'une part, l'emprise étrangère s'étend à certains secteurs de base (secteur alimentaire) ou à des secteurs "stratégique (banques, holdings, assurances, pétrole, électricité). Les récentes affaires Société Générale, Tractebel, et Petrofina en témoignent. D'autre part, on observe un certain infléchissement de la marge d'autonomie de décision dont bénéficiaient les responsables belges des filiales de groupes étrangers.

Indépendamment de la question de savoir s'il est opportun de favoriser l'ancrage, les tenants de la participation des travailleurs au capital ont récemment avancé l'argument selon lequel cette forme de participation peut servir à renforcer l'ancrage de l'entreprise dans laquelle elle est appliquée. Dans l'exposé des motifs de leur proposition de loi déposée au Sénat le 6 mai 1997, M. Delcroix et consorts soulignent ainsi : " la participation financière a un effet d'ancrage sur le pouvoir de décision "³¹ L'objectif d'ancrage se reflète également dans la manière dont les propositions en discussion et la pratique conçoivent certaines des caractéristiques techniques des dispositifs qui viennent encadrer la participation des travailleurs au capital³². Nous y reviendrons.

La problématique de l'ancrage n'est pas un débat propre aux petits pays comme la Belgique. Aux Etats-Unis, par exemple, l'argument de l'enracinement du pouvoir de décision est invoqué par les spécialistes qui s'intéressent aux différents usages possibles des plans d'actionnariat salarié. Les " employee stock-ownership plans " (ESOP), qui sont pratiqués de longue date dans de nombreuses entreprises américaines, sont souvent utilisés comme tactique défensive lors de tentatives de prise de contrôle. " *Inescapably, entrenched managers of corporations facing hostile takeovers are tempted to use an existing ESOP as a handy reservoir of votes or to create a new ESOP to resist the raiders. When the ESOP controls a large number of shares, it can play the role of a friendly shareholder, keeping its shares to hinder the achievement of the unwanted offeror's goal to control the target, or tendering the shares to a white knight that is brought into the contest by the target management.* "³³

³⁰ Nous reprenons ici l'analyse de P. Martens, qui n'a rien perdu de sa pertinence: P. MARTENS, " L'ancrage des entreprises ", in *La Revue Politique*, Bruxelles, CEPES, 1991, n°5, p.31-61

³¹ Proposition de loi sur la participation des travailleurs salariés dans l'entreprise, déposée par M. Delcroix et consorts, Sénat, session 1996-1997, 6 mai 1997, Doc. 624/1.

³² Nous laissons pour le moment en suspend la question de savoir si l'actionnariat salarié est un mécanisme approprié pour réaliser une effet d'ancrage.

³³ P. DELAHAUT, " ESOPs as a corporate finance technique: possibilities and limits under ERISA ", in *Journal of Pension Planning and Compliance*, 1988, 31.

2.3. L'actionnariat salarié et le renforcement des fonds propres de l'entreprise.

A côté de l'objectif d'ancrage, le deuxième type de justification avancé à l'appui de l'actionnariat salarié a trait à son utilisation comme source de financement interne à l'entreprise. L'argument est le suivant : dans la mesure où il contribue au renforcement des fonds propres de la société, l'actionnariat des travailleurs contribue à l'accroissement de la stabilité et de la sécurité financière de la firme dans laquelle il est constitué.

Au sens juridique, les fonds propres désignent le capital et les réserves de l'entreprise c'est-à-dire les éléments de son patrimoine. Au sens financier, le concept de fonds propres est fréquemment mobilisé par les analystes pour évaluer la situation d'une entreprise : une société saine doit, *en principe*, avoir des fonds propres plus importants que les ressources provenant d'emprunts. Parmi les différents indicateurs de santé de l'entreprise, la capacité d'autofinancement pèse lourd dans le choix de l'investisseur. Indépendamment de la recherche de rentabilité, l'entreprise doit aussi assurer sa pérennité et stimuler sa croissance à long terme. A cette fin, elle doit satisfaire en permanence ses besoins en investissements et fonds de roulement, ce qui implique la continuité de son financement. Par le passé, le législateur fiscal a encouragé le recours à l'emprunt au détriment de l'autofinancement. La crise a ensuite progressivement révélé les dangers de l'endettement des entreprises ainsi que ses conséquences en termes de vulnérabilité financière. Ces dernières années, les différents gouvernements ont adopté un certain nombre de mesures visant à redynamiser l'autofinancement des entreprises³⁴. Dans une étude sur le renforcement des fonds propres dans les S.A, Blandine Cordier souligne que, dans un contexte de crise, " il est primordial pour les entreprises d'avoir à leur disposition un volume suffisant de capitaux à risque dont la rémunération peut être flexible voire nulle sur une courte période et dont l'obtention n'est pas assortie de clauses contractuelles de remboursement. Une telle épargne, dont les composantes sont l'autofinancement et les capitaux propres d'origine externe, apporte une sécurité indispensable au développement des entreprises et permet donc à ces dernières d'accélérer leur programme d'investissement tout en restant relativement à l'abri d'une crise de liquidité si leur rentabilité est moindre que prévu ou plus lente à se dessiner. ”³⁵

Dans cette optique, l'actionnariat des travailleurs a été cité comme faisant partie des mesures susceptibles de venir renforcer les fonds propres des entreprises. La

³⁴ L'accord de gouvernement du 7 juillet dernier fait état d'une volonté d'encourager l'investissement sur fonds propres: " le statut fiscal des PME et en particulier des plus petites entreprises doit être revalorisé pour stimuler l'investissement sur fonds propres.", *La voie vers le XXI^e siècle- accord de gouvernement*, 7 juillet 1999.

³⁵ B. CORDIER, *Le renforcement des fonds propres dans les sociétés anonymes*, Paris, L. G. D. J., 1989, p.21.

récente proposition de loi Delcroix ainsi que les projets des Fédérations patronales témoignent de cette préoccupation. “ La participation des travailleurs salariés dans l’entreprise renforce l’autofinancement et améliore la structure du capital, ce qui doit permettre aux entreprises de réaliser les innovations technologiques, les rationalisations et les restructurations nécessaires qui sont d’une importance vitale en raison de l’accroissement d’échelle au niveau européen et du renforcement de la concurrence au sein du marché unifié. ”³⁶ L’objectif de l’octroi de capital-risque dans sa propre entreprise avait également été à la base de l’adoption de la loi Monory-bis de 1983 qui a prolongé de manière indéfinie, dans le cas du travailleur qui acquiert des actions de l’entreprise qui l’emploie, le dispositif “ Monory-Declercq ”. Nous y reviendrons.

3. Les différents types d’actionnariat salarié

L’objet de cette deuxième partie est consacré à la description des différentes formules d’actionnariat salarié qui existent aujourd’hui en Belgique. Il ne s’agit pas, ici, d’évoquer tous les problèmes juridiques que posent ces formules mais plutôt d’offrir un aperçu succinct des régimes juridiques en vigueur, des pratiques ainsi que des propositions politiques.

3.1. L’acquisition individuelle d’actions par les salariés

Rien n’empêche et n’a jamais empêché les travailleurs de devenir actionnaires par eux-même, c’est-à-dire en dehors de toute initiative de la société pour laquelle ils travaillent. En achetant des actions sur le marché des capitaux, les travailleurs deviennent des actionnaires comme tels, bénéficiant des mêmes droits et obligations que n’importe quel autre associé. C’est évidemment un cas de figure assez simple, surtout quand il existe un marché secondaire actif pour les titres de l’entreprise concernée.

Il existe toutefois certaines mesures visant à encourager l’acquisition d’actions par les travailleurs pris individuellement c’est-à-dire sans que soit envisagé un dispositif collectif de gestion des parts détenues par les travailleurs.

Les deux mesures principales sont d’une part les dispositifs prévus par les fameux A.R Monory-Declercq et Monory-Declercq-bis et d’autre part, les dispositions des lois coordonnées sur les sociétés commerciales qui prévoient certaines techniques ou procédures, au demeurant assez complexes, pour faciliter les augmentations de capital destinées aux travailleurs de l’entreprise.

³⁶ Proposition de Loi Delcroix et consorts, 6 mai 1997, *op. cit.*

1) Pris en application d'une loi du 2 février 1982 octroyant des pouvoirs spéciaux au Gouvernement, les A. R. n°15 du 9 mars 1982 et n°150 du 30 décembre 1982, appelés plus communément Monory³⁷-Declercq, permettent (volet Monory) aux personnes assujetties à l'I. P. P de déduire de leur revenu global imposable, les montants, jusqu'à concurrence d'une certaine limite, qu'elles affectent de 1982 à 1985 à l'acquisition d'actions ou de parts de sociétés belges ou de fonds de placement créés spécialement (actions entièrement libérées, acquises au moment de la constitution ou d'une augmentation de capital et ne pouvant être cédées pendant 5 ans). Cette mesure, qui fut partiellement consolidée dans le temps, sert de base à une réglementation subséquente visant à encourager l'investissement en capital à risque *par les travailleurs*. La loi du 28 décembre 1983 (Monory-Declercq bis) prolonge le régime des A.R Monory-Declercq dans le cas précis des travailleurs qui acquièrent des actions de l'entreprise qui les emploie³⁸.

2) L'acquisition d'actions par les travailleurs va évidemment de pair avec la mise en oeuvre de certaines techniques de droit commercial régissant l'émission par les sociétés, d'actions en faveur de leur personnel. Dans un article récent, F. T'Kint et Y. De Cordt répertorient quatre techniques qui vont dans ce sens : “une société commerciale peut, dans le respect des conditions légales, acquérir des actions propres ou des parts bénéficiaires déjà émises et les offrir ensuite à ses travailleurs au prix du marché ou à un prix réduit. Elle peut procéder à une augmentation de son capital et, dérogeant au droit de préférence des actionnaires anciens, réserver à tout ou partie des membres de son personnel la possibilité d'y souscrire. Il lui est également possible d'émettre des parts bénéficiaires à l'intention de ses travailleurs. Il lui est enfin loisible de financer, par des prêts, sûretés ou autres garanties, l'acquisition ou la souscription de ses titres par les membres de son personnel.³⁹”. Ces opérations se sont évidemment généralisées à la suite du dispositif Monory-Bis. Le régime de l'émission d'actions préférentielles réservées aux membres du personnel a d'ailleurs été simplifié par la loi du 18 juillet 1991 modifiant les lois sur les S.C. (voir notamment art. 52 septies LCSC). De manière générale, cette loi prévoit que les sociétés ayant satisfait à certaines exigences de rentabilité (càd celles qui ont distribué au moins deux dividendes au cours des trois derniers exercices écoulés) peuvent, sur décision de l'A.G ou du C.A si les statuts l'y autorisent, déroger au droit de préférence au profit du personnel. Normalement, toute dérogation au droit de préférence doit se justifier au

³⁷ La dénomination Monory témoigne de ce que l'arrêté s'inspire d'une réglementation française similaire, sous l'impulsion du Ministre Monory.

³⁸ En plus, il est expressément prévu que les travailleurs d'une filiale contrôlée à 50% au moins par une société peuvent acquérir les actions de cette société mère en déduction de leurs revenus imposables.

³⁹ F. T'KINT et Y. DE CORDT, “La participation des travailleurs au capital en droit belge-aspects de droit des sociétés”, in *La Participation financière des travailleurs*, Bruxelles, Bruylant, 1998, p.148.

nom de l'intérêt social⁴⁰ et, lorsque ce droit est limité ou supprimé en faveur d'une ou plusieurs personnes déterminées, certaines conditions doivent être respectées et cette faculté doit être prévue dans les statuts. Ces conditions ne jouent cependant pas lorsqu'il s'agit d'une dérogation justifiée par une émission d'actions en faveur de l'ensemble du personnel. Le législateur présume irréfragablement que l'opération est conforme à l'intérêt social (art. 52 septies).

Il pose également les principes suivants : le recours à cette opération doit faire l'objet d'une concertation au sein du conseil d'entreprise central⁴¹ de la société et les modalités sociales font l'objet d'un avis du même conseil d'entreprise.

Le montant maximum de ce type d'augmentation de capital réalisée pendant un exercice en cours et les quatre exercices antérieurs ne peut excéder 20% du capital social, compte tenu de l'augmentation envisagée. Le prix d'émission ne peut être inférieur à 20% sur le prix du marché des actions. Les actions souscrites par les travailleurs sont obligatoirement nominatives et dotées du droit de vote. Elles sont incessibles pendant une période de cinq ans à dater de la souscription, sauf en cas de licenciement, mise à la retraite, décès ou invalidité du bénéficiaire ou du conjoint. Une ancienneté minimum des travailleurs qui peuvent bénéficier de ce régime est fixée par l'A.G ou le C.A à la date de l'ouverture de la souscription mais elle ne peut être inférieure à 6 mois et supérieure à 3 ans.

3.2. *La pratique des options sur actions (stock-options)*

Le système des options sur actions est un procédé d'intéressement particulier. Il s'agit, pour la société, d'attribuer gratuitement à tout ou partie des membres de son personnel⁴² des options qui leur permettront, à une date future, d'acquérir à un prix fixé au moment de l'attribution des options un certain nombre d'actions de la société employeuse ou d'une société du groupe de la société employeuse. En cas d'augmentation de la valeur des actions par rapport au prix convenu, les travailleurs salariés exerceront leur option et achèteront les actions sous-jacentes, à une valeur inférieure à leur valeur de marché. L'entreprise dont les actions constituent les actifs sous-jacents devra alors, préalablement à l'exercice, procéder à une augmentation de

⁴⁰ Le C.A doit justifier cette dérogation dans un rapport détaillé portant notamment sur le prix de l'émission et sur ses conséquences financières pour les actionnaires. Un rapport certifiant la fidélité des informations financières et comptables est ensuite établi par le commissaire-réviseur ou par un expert-comptable externe désigné par le C.A (art. 34 bis §3al.3 et §4 al.3).

⁴¹ Sur les problèmes d'interprétation du concept de *conseil d'entreprise central* voir, M. BOURLARD, " La participation des travailleurs au capital de l'entreprise ", in *La participation financière des travailleurs*, op.cit., p.137.

⁴² Cela dit, ils concernent principalement les cadres supérieurs, les directeurs et les managers des grosses entreprises cotées en bourse. Dans les firmes très performantes, ils permettent souvent à ceux-ci d'enranger des gains considérables.

capital ou à un rachat d'actions propres. En l'absence d'augmentation ou en cas de baisse de la valeur des actions, les travailleurs n'exerceront pas leur option. On constate donc que le système n'a pas nécessairement pour conséquence la création d'un actionnariat salarié proprement dit car, le plus souvent, l'action est revendue immédiatement après la levée de l'option.

D'inspiration anglo-saxonne, les stock-options, largement pratiquées dans les entreprises américaines, commencent à se généraliser en Belgique. Le mécanisme des options avait fait l'objet d'un encadrement fiscal en 1984 (art.45 de la Loi portant des dispositions fiscales du 27 décembre 1984). En résumé, la Loi de 1984⁴³ prévoyait, sous certaines conditions assez restrictives, la non-taxation de l'avantage éventuel résultant de la levée des options accordées par l'entreprise à des travailleurs désignés par le plan de stock-options, exerçant des fonctions réelles et permanentes ou bien occupés depuis un an dans l'entreprise.

Les travailleurs concernés ne pouvaient acquérir plus de 5 % du total des titres émis par la société et ne pouvaient consacrer, par année civile plus de 25% de leur rémunération de la dernière année d'activité professionnelle normale, ni plus de 500.000 fb. S'agissant de la cessibilité des actions, celle-ci étaient libres après deux ans. Le système était, en outre, non cumulable, au cours d'une même période imposable, avec les avantages découlant de la législation " Monory-permanente ".

La Loi de 1984 n'a pas eu beaucoup de succès. Entre 1986 et 1989, seules 14 entreprises auraient revendiqué l'application de ce régime. C'est pourquoi, le législateur a récemment édicté une réglementation qui vient remplacer le système de 1984. L'exposé des motifs de la nouvelle Loi sur les stock-options du 26 mars 1999⁴⁴ affirme ainsi que " le système mis en place en 1984 apparaît insuffisant dans la mesure où les conditions auxquelles l'exemption est attribuée sont très restrictives ". Toujours selon l'exposé des motifs, " le nouveau régime vise à répondre aux exigences suivantes.

Il doit être :

- souple** de façon à ce qu'il soit effectivement utilisé par les entreprises ;
- simple** de manière à ce que l'entreprise et les bénéficiaires soient assurés d'une sécurité juridique maximale quant au traitement fiscal des avantages obtenus ;
- à la disposition de toutes les entreprises**, quels que soient leur taille, le nombre de leurs travailleurs, le secteur d'activité, le fait d'être coté en bourse ou non. "

⁴³ Entrée en vigueur le 1 janvier 1985, la loi prévoit que les conventions d'options doivent être conclues entre cette date et le 31 décembre 1990. Le régime a ensuite été prolongé par la loi du 28 décembre 1988.

⁴⁴ Loi du 26 mars 1999 relatif au plan d'action belge pour l'emploi 1998 et portant des dispositions diverses, *M. B.*, 1 avril 1999, art.41 à 49.

L'approche privilégiée dans le nouveau texte de Loi vise à considérer que l'avantage imposable (à l'IPP) est déterminé par la valeur de l'option au moment de son attribution et non pas par le gain réalisé lors de l'exercice de celle-ci. S'agissant des modalités de la taxation, il faut préciser que celle-ci est forfaitaire : la valeur temps étant, pour une option n'excédant pas cinq ans, forfaitairement évaluée à 15% de la valeur du titre sous-jacent (majoré de 1% par an en cas d'option d'une durée supérieure à 5 ans)⁴⁵. Les pourcentages précités sont cependant réduits de moitié si certaines conditions sont remplies :

- détermination du prix d'exercice de l'option de manière certaine au moment de l'offre, afin d'éviter des prix d'exercice variables ;
- pas d'exercice de l'option avant trois ans ni après dix ans suivant l'offre ;
- pas de possibilité de cession de l'option entre vifs ;
- pas de couverture du risque de réduction de valeur de l'action sous-jacente ;
- option portant sur des actions de l'entreprise au profit de laquelle l'activité professionnelle est exercée ou sur des actions d'une société-mère de cette entreprise ;
- option de la société avec laquelle le bénéficiaire se trouve dans une relation professionnelle.

La loi de 1999 permet également de moduler le plan de stock-options en fonction de divers paramètres : le droit d'exercer les options peut être conditionné par la rentabilité de l'entreprise, le taux de croissance des bénéfices, un certain niveau atteint par le cours de l'action, l'atteinte de certains objectifs concurrentiels... Relevons également que la loi n'impose aucune contrainte en terme de nombre d'options offertes ou d'exigence de qualification des travailleurs.

L'avantage constitué par l'attribution de l'option n'est pas soumis au paiement de cotisations de sécurité sociale.

3.3. Les plans d'investissement en actions de l'entreprise

Si les plans d'investissement assortis d'un dispositif collectif de gestion sont relativement peu répandus dans la pratique, on constate, par contre, qu'ils sont au centre des discussions politiques. L'expérience empirique la plus exemplative est le système mis en oeuvre chez HBK Spaarbank. S'agissant des projets politiques récents, citons la proposition de loi Delcroix et consorts du 6 mai 1997, l'avant-projet de loi

⁴⁵ Pour une analyse approfondie, voir B. COLMANT, " Stock-options: quels sont les principes de la nouvelle législation belge, in *Revue de la Banque*, 1999, n°5, p.218

élaboré en 1997 par le cabinet de Ph. Maystadt, Ministre des finances et du commerce extérieur et les propositions de l'Union Wallonne des Entreprises⁴⁶ et de la F.E.B⁴⁷.

Un plan d'investissement en actions de l'entreprise est un dispositif *organisé* d'intéressement des travailleurs au capital ayant pour caractéristique la création d'un instrument de participation (fonds de participation, société coopérative, ASBL ou tout autre personne morale) qui vient s'interposer entre les travailleurs et la société. Plus exactement, le mécanisme type est le suivant : la société employeur contribue annuellement et en fonction de son résultat⁴⁸ à l'alimentation d'une société de participation constituée en son sein, étant entendu que cette société de participation pourra également être alimentée par des apports individuels des travailleurs, sous forme de retenue sur salaire par exemple. La société de participation, dont seuls les travailleurs ayant une ancienneté minimale pourront être actionnaires, aura pour objet d'acquérir des actions de l'entreprise. Les actions de la société de participation sont susceptibles de générer des dividendes qui peuvent éventuellement être réinvestis par le travailleur dans la société de participation. La question de savoir si les éléments patrimoniaux générés par les plans d'investissement sont assimilables à des rémunérations au sens fiscal et social du terme est controversée. Les sociétés instigatrices de ces plans estiment qu'il n'y a pas lieu de soumettre les avantages pécuniaires qui en découlent au régime de la sécurité sociale ; l'ONSS, quant à lui, ne semble pas du même avis.

3.3.1. Le schéma de participation de HBK-Spaarbank.

La banque d'épargne HBK a, depuis 1979, mis en place un plan d'investissement particulièrement ambitieux puisqu'il a pour objet de développer au sein de l'entreprise une participation structurelle et financière des travailleurs. Officiellement, ce projet participe d'un double souci⁴⁹ : intéresser financièrement les membres du personnel aux

⁴⁶ Modèle d'avant-projet de loi organisant la participation au capital de travailleurs de l'entreprise en vue de garantir un meilleur ancrage des sociétés actives en Belgique, *Document approuvé par le Conseil d'Administration de l'U.W.E.*

⁴⁷ Voir notamment, G. KEUTGEN, "Participation des travailleurs au capital de leur société: état de la question, in *Bull. F.E.B.*, juillet 1997, p.15.

⁴⁸ Les apports de l'entreprise peuvent éventuellement prendre directement la forme d'actions ou de droits sur celles-ci.

⁴⁹ Voir le document de travail sur "La participation dans l'entreprise à HBK-Banque d'épargne", rédigé par P. VAN STEENBERGEN en déc.1997 et présenté à l'occasion de la Première rencontre européenne de l'actionnariat salarié organisée par la "Fédération of employed shareholders" les 7 et 8 déc. 1998.

résultats de l'entreprise et sauvegarder en même temps l'avenir de HBK-Banque d'Epargne en tant qu'entreprise autonome. Plus précisément, l'idée des promoteurs du projet consistait à opter pour une fusion avec les collaborateurs plutôt qu'une fusion avec une autre entreprise ou holding belge ou étranger.

Au centre du mécanisme HBK se trouve une société coopérative, la Personeels-coöperatie-HBK, qui reçoit chaque année une prime de continuité versée par HBK⁵⁰. Cette contribution annuelle est fixée à 5% de l'accroissement des fonds propres, multiplié par le coefficient de croissance de la part de marché occupée au sein du secteur d'activité de la banque. A l'aide de cette prime de continuité, la coopérative du personnel va acheter préférentiellement des actions de l'entreprise, le surplus de la prime pouvant être consacré à d'autres placements. Les primes annuelles ont permis, avec d'autres revenus, à la coopérative d'acquérir une participation de 22,39% dans HBK. A terme, la coopérative se fixe comme objectif d'arriver à une participation de 25%, ce qui -au sens du droit des sociétés- lui permettrait de détenir une minorité de blocage. Depuis 1990, la coopérative participe aussi à raison de 50% au capital de la S.A Logipar, une filiale de HBK ayant pour objet principal la gestion et l'entretien des biens immobiliers de HBK.

Tous les travailleurs de HBK, de Logipar et de HBK-Leven (une autre filiale du groupe) ayant une ancienneté de 5 ans sont, de droit, associés de la coopérative. Les autres travailleurs peuvent également, dès qu'ils atteignent un an d'ancienneté, faire partie de la coopérative mais en tant qu'associés "bloqués" c'est-à-dire qu'un montant sera bloqué en leur nom jusqu'à ce qu'il aient l'ancienneté requise de 5 ans, étant entendu que s'ils quittent la société dans l'intervalle ils ne pourront faire valoir leurs droits sur le montant bloqué. A l'heure actuelle 95 % du personnel bénéficie de ce modèle de participation.

La coopérative est dirigée par un C.A de 6 administrateurs, tous associés de la coopérative et élus tous les 6 ans par les membres du personnel⁵¹. Le Président du comité de direction d'HBK est toujours administrateur de plein droit. Pour garantir l'égalité de ses actionnaires, l'A.G de la coopérative applique le principe "une personne, une voix".

La concrétisation de la participation financière de chaque travailleur s'effectue par l'intermédiaire de la coopérative. Chaque année la prime de continuité est répartie entre tous les membres de la coopérative de manière égale et est matérialisée sous la forme d'octroi, à chaque travailleur-associé- de parts de la coopérative. Les parts attribuées sont toutefois soumise à un blocage jusqu'au départ à la retraite ou à la

⁵⁰ Les modalités du dispositif HBK ont fait l'objet, en 1987, d'une convention entre la société et la coopérative du personnel.

⁵¹ Pendant les 10 premières années de fonctionnement du système, le C.A était composé, paritairement, de représentants des actionnaires de HBK et de membres du personnel. Comme le système a bien fonctionné et que la confiance vis à vis des travailleurs s'est renforcée, les représentants des actionnaires se sont retirés et ont accepté que tous les administrateurs de la coopérative soient des membres du personnel.

démission du travailleur concerné ou en cas de licenciement. A ce moment là, la valeur entière de ses actions lui sera payée sans aucune retenue. Cela dit, un associé qui prend sa retraite peut, s'il le désire, rester membre de la coopérative.

En principe la détention d'actions de la coopérative donne droit, chaque année, à des dividendes qui peuvent être replacés dans la coopérative sous forme d'apports propres des travailleurs. Les actions octroyées en contrepartie de ces apports peuvent quant à elles, être débloquées après cinq ans c'ad sans que le travailleur ne doive nécessairement attendre son départ de l'entreprise.

S'agissant de la participation structurelle, la coopérative a, comme tout actionnaire, le droit d'assister à l'A.G de HBK et d'y exercer un droit de vote proportionnel aux actions qu'elle détient, notamment en ce qui concerne la désignation des administrateurs et des membres du comité de direction. Depuis, 1990, la coopérative du personnel a obtenu, en tant qu'actionnaire important, le droit de désigner un représentant au sein du C.A d'HBK. Il a alors été convenu que le choix porterait sur une personne indépendante c'ad extérieure à la banque.

Depuis quelques temps, à l'instar d'Agfa-Gevaert, le mécanisme de participation HBK se trouve au centre d'un conflit avec l'ONSS. En effet, l'ONSS a intenté un procès contre HBK-Spaarbank pour l'enjoindre à payer plus de 16 millions pour les arriérés de cotisations sociales afférentes aux années 1988, 89 et 90 sur les actions individualisées attribuées aux associés de la coopérative. Intérêts inclus, le paiement réclamé tourne autour des 22 millions. HBK, qui a évidemment contesté la thèse de l'ONSS, a été condamnée par le Tribunal du Travail d'Anvers le 8 janvier 1996. Le jugement a été frappé d'appel. Pour déterminer si la contribution annuelle versée par la banque constitue ou non une rémunération soumise à la perception de cotisations sociales, le Tribunal a repris la même grille d'analyse que dans la fameuse affaire Agfa-Gevaert⁵².

Cela dit, avant même le prononcé du jugement du Tribunal, l'insécurité juridique créée par l'action de l'ONSS a amené l'A.G de la coopérative du personnel à suspendre l'individualisation de la prime annuelle de continuité. Il en résulte que, depuis 1991, le dispositif est en veilleuse et que plus aucun travailleur n'a pu tirer de bénéfice supplémentaire de la coopérative, à l'exception des dividendes annuels sur les actions déjà acquises.

3.3.2. Le dispositif de la proposition de loi Delcroix et consorts⁵³ (sénat, 6 mai 1997).

Le dispositif Delcroix s'inspire fortement de l'expérience HBK. Selon l'exposé des motifs, " la présente proposition de loi vise à créer un cadre dans lequel les

⁵² Cass, 11 sept.1995, *J.T.T.*, 1995, p.435, note P. DE KOSTER.

⁵³ *Doc. Sénat* (1996-1997), 1-624/1; Avis du Conseil d'état du 21 avril 1998, L.27.421/1; Amendement du 26 nov. 1998, 1-624/3.

travailleurs belges, à l'instar de la plupart de leurs homologues européens, puissent participer *structurellement* dans leur entreprise. Corrolairement, les travailleurs pourraient participer aux bénéfices de l'entreprise, réalisés en somme avec le concours de leurs connaissances et de leurs efforts. ”

Le dispositif envisagé consiste en la création d'un instrument de participation à capital variable-le Fonds de Participation (société coopérative)-dont les travailleurs ayant une ancienneté minimale de trois ans pourront être actionnaires et qui sera alimenté par des apports personnels des travailleurs (sous forme de versements uniques ou périodiques) et/ou par des apports de l'entreprise en versements en numéraire et/ou en actions (ou en droits sur celles-ci) de l'entreprise. Le versement sous forme d'actions de l'entreprise implique soit une augmentation préalable du capital de l'entreprise avec émission d'actions nouvelles auxquelles l'entreprise souscrit elle-même, soit un rachat préalable de ses propres actions⁵⁴. Les apports de l'entreprise peuvent être subordonnés au résultat de celle-ci au cours de l'exercice concerné ou à d'autres facteurs objectifs mesurant le résultat. S'agissant des limites de la participation, les apports ne peuvent dépasser 100 000 francs par travailleur et par an. Ces montants peuvent être doublés lorsqu'il a été convenu dans le plan de participation, de faire acquérir par le Fonds de Participation 25 % au moins des actions de l'entreprise dans un délai de dix ans.

Les modalités spécifiques de mise en oeuvre de la participation financière et structurelle sont contenues dans un Plan de participation élaboré par le C.A de l'entreprise concernée après avis du conseil d'entreprise et avec approbation de l'A.G si le plan prévoit l'acquisition d'actions d'une des sociétés de l'entreprise. En l'absence de conseil d'entreprise, le comité pour la prévention et la protection rendra un avis ; en l'absence d'un tel comité, c'est la délégation des travailleurs qui interviendra. A défaut des instances précitées, l'avis de tous les travailleurs est requis. Cet avis n'est toutefois pas impératif.

La participation au plan est facultative et ouverte à tous les travailleurs. Une ancienneté minimale d'un an peut toutefois être exigée.

La société coopérative distribue aux travailleurs qui ont choisi de faire partie du plan, un nombre d'actions proportionnel aux apports qui ont été effectués en leur faveur. Le Fonds de participation n'investit ses apports qu'au bénéfice de l'entreprise, sous les formes suivantes : actions (ou droits attachés à celles-ci) ou obligations warrantées de l'entreprise, versements dans un fonds d'entreprise à gestion séparée dont l'objet consiste notamment à offrir de la liquidité à l'entreprise en remplacement d'un crédit, à assurer le remplacement ou l'acquisition d'un outil de production ou à alimenter un fonds de formation destinés aux travailleurs aux fonctions vulnérables.

⁵⁴ Le texte de la Proposition prévoit des modifications aux art. 52bis, 52septies et 52 ter des LCSC afin de permettre que les opérations qui y sont réglementées puissent être réalisées non seulement au profit des travailleurs eux-même mais aussi au bénéfice du Fonds de Participation dont la création est prévue.

Le fonds de participation peut éventuellement procéder à des emprunts. En outre, en attendant de pouvoir investir dans l'entreprise, le fonds pourra procéder, pendant une période de trois ans maximum, à d'autres formes de placements prévus dans le plan de participation.

S'agissant de la continuité du plan, une période de blocage des actions de 5 ans a été prévue pour éviter que les travailleurs ne décident soudainement de revendre toutes leurs parts ; cette période peut être réduite à 3 ans en cas de licenciement, départ à la retraite, décès ou invalidité.

Le fonds de participation-société coopérative- fonctionne selon le principe "un associé, une voix". Il est intéressant de remarquer que, pour " prévenir toute confusion d'intérêt ", la proposition Delcroix exclut de la fonction d'administrateur du fonds, les membres du conseil d'entreprise, de la délégation syndicale, du comité de prévention et de protection, à l'exception des entreprises occupant moins de 200 travailleurs. Selon Marcel Bourlard, " cette méfiance à l'égard des interlocuteurs sociaux au niveau de l'organe de gestion du fonds de participation est dans la logique d'une proposition qui ne prévoit que le seul avis du conseil d'entreprise pour créer une telle participation."⁵⁵ Le volet " participation structurelle " de la proposition Delcroix prévoit que, dès qu'il est établi que le fonds détient 10% au moins du capital social de la société, l'A.G de cette dernière doit nommer, si elle compte plus de 200 travailleurs, 1/5 au moins et en tout cas 1 représentant du fonds au C.A sur une liste de candidats présentés par le C.A du fonds, à l'exclusion des candidats qui exercent un mandat au sein du conseil d'entreprise, de la délégation syndicale ou du comité de prévention et de protection des entreprise ou au sein d'un autre organe représentatif des travailleurs. L'exposé des motifs affirme que cette restriction a pour but d'éviter que le C.A de la société ne se transforme en conseil d'entreprise.

S'agissant de l'application du régime juridique de la sécurité sociale, la proposition est claire : " les transferts de patrimoine en application d'un plan de participation ne peuvent pas donner lieu au paiement de cotisations de sécurité sociale ", à l'exception de la valeur des actions qui auraient été aliénées ou cédées avant la période de blocage. Le régime fiscal est également incitatif. Sans rentrer dans les détails, relevons notamment que le fonds est doté d'un statut fiscal neutre analogue à celui des sociétés de placement, que l'octroi de parts du fonds de participation aux travailleurs n'est pas considéré comme de la rémunération dans leur chef, que les apports des travailleurs constituent une affectation donnant droit à une réduction d'impôt et que ceux de l'entreprise constituent des frais professionnels déductibles.

3.3.3. *L'avant-projet de loi Maystadt*

⁵⁵ M. BOURLARD, " La participation des travailleurs au capital de l'entreprise ", *op.cit*, p.148.

L'avant-projet Maystadt s'apparente à la proposition Delcroix. Il présente cependant certaines caractéristiques techniques qui lui sont propres :

- le dispositif de participation s'organise autour d'une société d'investissement soumise à l'impôt des sociétés et non autour d'une structure coopérative ;
- les limites mises à la contribution de l'entreprise au profit de ses travailleurs sont fixées, en principe, à 10% du bénéfice fiscal de la société sur une base annuelle ;
- la convention de participation détermine le mode de nomination du C.A de la société de participation. Contrairement à la proposition Delcroix, les interlocuteurs sociaux ne font pas l'objet d'une exclusion. L'avant-projet exige, à ce sujet, un accord social émanant du conseil d'entreprise ou, à défaut de la délégation syndicale ou du comité de prévention et de protection des travailleurs.

Il semble que ce dernier point soit l'élément clé qui distingue la proposition Delcroix du projet Maystadt.

3.3.4. La proposition de loi Dehaene (sénat, 17 septembre 1999)

En septembre dernier, Jean-Luc Dehaene a déposé devant le Sénat une proposition de loi relative à la participation des travailleurs au capital de leur entreprise qui s'inscrit dans la lignée des dispositifs Delcroix et Maystadt. Il s'agit, à quelques nuances près, du même type de dispositif institutionnel. A l'instar de la proposition Delcroix, le dispositif de participation doit être collectif, facultatif et généralisé à l'ensemble des travailleurs sans distinction, sous conditions d'ancienneté minimale d'un an. Il s'organise par l'entremise d'une société coopérative, la société de participation, dont le capital est alimenté annuellement par l'entreprise en fonction d'un indicateur de résultat et dont seuls les travailleurs de l'entreprise peuvent être associés. L'entreprise peut effectuer ses versements sous forme de dividendes en actions. Ces versements sont principalement affectés à l'acquisition des actions (avec droit de vote) de l'entreprise concernée. S'agissant de la nomination des administrateurs de la société de participation, le principe d'exclusion est identique à celui de la proposition Delcroix. Les versements faits à la société de participation ainsi que les parts reçues par les travailleurs sont exclues de la notion de rémunération et donc de l'assiette de prélèvement des cotisations sociales. Quant au régime fiscal, il est avantageux pour les différentes parties concernées.

Le dispositif proposé par Dehaene comporte, cependant, quelques légères différences par rapport au projet Delcroix. Il ne prévoit pas la possibilité, pour les travailleurs, de contribuer personnellement à l'alimentation de la société de participation. Il n'instaure pas de régime de participation structurelle.

3.3.5. Les propositions patronales

Toujours dans la même mouvance, il faut relever les options privilégiées par les fédérations patronales, acteurs incontournables du débat sur la promotion de l'actionnariat des travailleurs. L'U.W.E s'est prononcée en faveur d'un régime d'actionnariat indirect, facultatif et collectivisé par l'intermédiaire d'un fonds d'épargne collective et assortis d'avantages fiscaux et sociaux. Pour la FEB, l'introduction et la mise en oeuvre d'un régime de participation sont de la responsabilité du chef d'entreprise (soit un compte distinct, soit une forme sociétale), en fonction des besoins et de la stratégie de son entreprise. Si législation il y a, il doit s'agir d'une loi cadre qui laisse une large place au règlement interne de la société afin de tenir compte de la spécificité de chaque situation. L'introduction d'un plan de participation ne requiert pas nécessairement la conclusion d'une convention collective. Il suffit que les travailleurs soient informés objectivement et complètement de l'existence et des modalités du plan. Pour le reste, les travailleurs sont des actionnaires comme les autres et ils doivent recevoir les informations attachées à cette qualité. Tout comme l'UWE, la FEB se montre particulièrement favorable à l'instauration d'une participation organisée et collective, de type fonds de participation. Quant à la question de savoir si, une fois créé, le fonds pourrait acheter des titres d'autres sociétés que celle qui a instauré le système de participation, la FEB reste prudente car " il s'agit avant tout de favoriser la participation du travailleur au capital de son entreprise et non pas à celui d'autres entreprises. " ⁵⁶ La participation structurelle n'est pas considérée comme obligatoire car, " une telle obligation risquerait de mettre en cause le principe de la collégialité des administrateurs qui agissent dans l'intérêt non d'un groupe particulier d'actionnaires mais de l'ensemble des actionnaires . " ⁵⁷ Toujours selon la FEB ⁵⁸, cette question relève des règles normales du droit des sociétés, les membres du C.A étant désignés par l'assemblée générale, sans quota de représentation. Les travailleurs qui prennent part à un système de participation financière doivent être traités à l'égal des actionnaires tant au niveau social que fiscal. Les versements effectués par l'entreprise à une structure de gestion ne doivent dès lors pas être considérés comme une rémunération. Ils constituent des frais professionnels déductibles dans le chef de la société.

⁵⁶ G. KEUTGEN, " Participation des travailleurs au capital de leur société ", *op.cit.*, p.15

⁵⁷ *ibidem*.

⁵⁸ C. DARVILLE, " Participation financière des salariés au capital de leur entreprise ", *Exposé à l'UWE le 3 novembre 1999*.

4. Théorie contractualiste et dispositif collectif: une perspective critique

4.1. Théorie contractualiste et dispositif collectif

Nous avons relevé les trois types de justifications formelles (effets de productivité, ancrage et renforcement des fonds propres) qui, selon le discours dominant, motivent l'intervention positive de l'Etat dans le domaine de la participation des travailleurs au capital. Nous avons ensuite remarqué que, de manière symptomatique, les projets les plus récents s'orientent vers la promotion d'une participation financière indirecte et collectivisée accompagnée d'un dispositif collectif de gestion des titres en possession des travailleurs, un peu dans le style du mécanisme pratiqué chez HBK. L'intérêt accru pour l'actionnariat collectivement organisé demande qu'on s'interroge sur les vertus éventuelles de celui-ci. Dans quelle mesure la mise en oeuvre d'un dispositif collectif de gestion pour accompagner la participation des travailleurs au capital est-elle requise pour réaliser l'ancrage, le renforcement des fonds propres et pour augmenter la productivité de l'entreprise ?

De ce point de vue, il existe, nous semble-t-il, un écart entre le discours de justification de l'actionnariat salarié et les orientations politiques les plus récentes. En effet, les justifications théoriques ne demandent pas nécessairement l'élaboration d'un dispositif collectif. Cet écart ne va pas sans poser de questions. Précisons cette assertion pour ensuite montrer le déplacement d'analyse qu'elle suggère.

4.1.1. Dispositif collectif et ancrage

Une participation financière des travailleurs organisée de façon telle que les travailleurs soient empêchés de se comporter comme des investisseurs à court-terme (notamment grâce au blocage temporaire des actions et à la collectivisation de la gestion des titres au profit d'un représentant élu des travailleurs) peut, théoriquement, avoir un impact sur l'ancrage de l'entreprise. En pratique, toutefois, cette technique n'est efficace que si les travailleurs disposent d'une quotité de titres avec droit de vote suffisamment importante que pour exercer une influence dans le cas éventuel d'une reprise de l'entreprise par une société étrangère. Or, il faut bien reconnaître que les propositions et pratiques de type HBK ne s'inscrivent nullement dans l'optique d'une réflexion sur la question de l'adaptation des modes de gouvernance de l'entreprise. Nous en voulons pour preuve l'existence, dans les textes et dans les pratiques, de limites au nombre d'actions qui peuvent être détenues directement ou indirectement par les travailleurs. De surcroît, il serait naïf de croire que, dans un pays comme la

Belgique, encore fortement marqué par le paradigme de l'actionnaire majoritaire⁵⁹, le développement de la participation au capital participe d'une volonté de modifier significativement la structure de l'actionnariat, surtout quand on sait que ce sont les détenteurs de capitaux qui sont les plus ardents défenseurs du mécanisme.

4.1.2. Dispositif collectif et renforcement des fonds propres

S'agissant de la question du renforcement des fonds propres, elle est indéniablement liée à la problématique de l'ancrage. Pourquoi et dans quelle mesure la mise en oeuvre d'un actionnariat interne à l'entreprise est-elle particulièrement efficace pour renforcer les fonds propres de cette entreprise, alors qu'il existe une panoplie d'autres mesures susceptibles de servir cet objectif (augmentation de capital classique, diversification des produits financiers, recours aux investisseurs institutionnels et au second marché...)? Pourquoi tablerait-on sur la volonté de souscription des travailleurs alors que ceux-ci, d'une part, sont moins tolérants face au risque que les investisseurs extérieurs et d'autre part, ont un moindre potentiel de diversification de leur portefeuille? La réponse du discours dominant consiste à dire que le financement par les travailleurs, dans la mesure où il est interne à l'entreprise, va contribuer par la même occasion à la stabilisation de l'actionnariat. Or, pour les raisons que nous venons d'évoquer, nous pensons que les vertus de la participation au capital comme instrument d'ancrage doivent être relativisées. Imagine-t-on vraiment que la construction d'un dispositif spécifique qui viendrait accompagner l'actionnariat salarié et ayant pour but la gestion centralisée et collectivisée des parts- *minoritaires* - détenues par les travailleurs sera apte à protéger l'entreprise face à des concurrents étrangers non-désirés? L'affaire Tractebel vient encore de nous démontrer à suffisance que, à l'heure de la concrétisation du marché unique européen et de la globalisation mondiale, la problématique de l'ancrage est un faux débat.

La participation au capital ne peut donc servir à rencontrer des attentes fallacieuses (l'ancrage) ou à poursuivre des objectifs (le renforcement des fonds propres) qui peuvent être mieux servis par d'autres moyens.

4.1.3. Dispositif collectif et effet de productivité

L'effet de "motivation" et de "productivité" de l'actionnariat salarié repose, quant à lui, sur des présupposés théoriques et empiriques assez solides. De nombreux économistes reconnaissent que la participation au capital s'accompagne de niveaux de

⁵⁹ La plupart de nos grandes entreprises sont dominées par un ou plusieurs actionnaires, le plus souvent des groupes industriels ou financiers, qui sont majoritaires au conseil d'administration et qui nomment les dirigeants.

productivité plus élevés dans les firmes qui le pratiquent que dans les autres⁶⁰. De ce point de vue, il semble que ce soit cet objectif de productivité qui ait motivé, du moins en partie, l'intervention récente du législateur en matière de stock-options (mars 1999). Selon l'exposé des motifs de la nouvelle loi, " le nouveau régime doit être considéré comme un facteur devant contribuer à stimuler la croissance et la rentabilité future des entreprises-avec tous les aspects positifs que cela signifie quant à l'emploi. C'est la raison pour laquelle les actionnaires existants sont même prêts à diluer leur participation en espérant une compensation suffisante grâce à l'augmentation de la valeur de l'action." Les conditions de réussite de l'effet incitatif (et donc de l'accroissement de productivité) dépendent évidemment du type de mécanisme envisagé. A cet égard, se pose ici la question de savoir si l'objectif d'incitation est suffisamment bien traduit dans les modalités de la nouvelle législation. Théoriquement, pour être réellement incitatif aux yeux des travailleurs concernés, un plan d'option sur action doit offrir un prix d'exercice de l'option constituant un objectif à moyen terme. Il ne devrait donc pas être offert de réduction de prix aux bénéficiaires, ce qui limiterait le coût supporté par les actionnaires. Sans décote, en effet, la rétribution future est aléatoire et donc incitative. Dans le cas contraire c'est-à-dire là où l'entreprise accorde une décote importante, le plan d'options s'apparente à la recherche d'un mode de rémunération fiscalement avantageux pour l'entreprise⁶¹ (en admettant évidemment que les avantages découlant de l'exercice de l'option entraînent des charges fiscales et sociales moins élevées que celles prélevées sur les salaires). La non-réduction du prix d'acquisition est, en fait, une condition sine qua non de l'hypothèse d'incitation⁶² car, si l'avantage pécuniaire est certain et disponible dès l'adoption du plan d'options, celui-ci est assimilable à un sursalaire. Ce cas de figure est d'ailleurs illustré par la pratique américaine du " repricing " qui consiste, lorsque les performances boursières de la firme sont insatisfaisantes, à réduire significativement le prix d'exercice des options afin d'indemniser leurs titulaires. Paradoxalement, il s'agit d'une participation au capital sans la soumission au risque qui y est associé. Le nouveau régime belge peut faire l'objet de critiques qui vont dans le même sens. Comme le montre pertinemment B. Colmant⁶³, les titulaires d'options considérés individuellement n'exercent qu'une influence marginale sur le cours de

⁶⁰ Voir D. VAUGHAN-WHITEHEAD, *Intéressement, participation, actionnariat: impact économique dans l'entreprise*, Paris, Economica, 1992.

⁶¹ Dans son ouvrage, *Participation financière, Stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, op.cit. Ph. DESBRIERES parle d' " hypothèse fiscale ".

⁶² Cela dit, rien n'empêche les actionnaires de coupler l'intérêt fiscal du plan d'options avec l'effet d'incitation. Il suffit pour cela qu'ils imposent une clause d'incessibilité des titres acquis après l'exercice des options.

⁶³ B. COLMANT, " Stock-options, le mariage de l'eau et du feu? ", *L'Echo*, Lundi 10 juin 1999.

bourse. On peut même dire que l'attribution de stock-options entraîne une dépersonnalisation partielle de la rémunération puisque la performance individuelle est déconnectée de sa rétribution. En effet, l'exercice des stock-options est, du moins en partie, lié à des facteurs hors de portée des titulaires d'options à savoir par exemple une hausse boursière générale ou une baisse graduelle des taux d'intérêt. Ce constat est d'autant plus pertinent en ce qui concerne les entreprises dont les stock-options portent sur des actions d'une société mère étrangère ou relevant d'un autre secteur d'activité. Que penser, en effet, d'un travailleur qui ne peut pas exercer ses options malgré des performances individuelles incontestées parce qu'une autre division de l'entreprise fait des pertes? L'objectif de modulation de la rémunération en fonction des performances individuelles n'est, donc, que partiellement atteint par l'attribution généralisée de stock-options, même si l'octroi de ces dernières varie en fonction du niveau hiérarchique de son titulaire. Dans son article, B. Colmant propose de modaliser l'exercice des options en fonction de paramètres (autre que le cours de bourse pour les entreprises cotées) qui soient plus intimement liés à la performance individuelle des titulaires et aux caractéristiques de l'entreprise. Ces paramètres pourraient être adaptés en fonction de la situation de chaque catégorie de travailleurs-titulaires. L'exercice des options attribuées à un directeur commercial pourra, par exemple, être conditionné à la réalisation d'un chiffre d'affaire donné, à l'atteinte d'une part de marché déterminée etc.. S'agissant d'un directeur financier, on pourrait subordonner l'exercice des options à la réduction de certains frais généraux.

Le constat qui précède - c'est-à-dire l'adéquation *partielle* de la loi sur les stock-options à l'hypothèse d'incitation - nous montre donc, a contrario que, bien construit, un plan d'options sur actions constitue un instrument particulièrement efficace pour rapprocher les intérêts des actionnaires et des salariés et augmenter la performance de la firme concernée. Mais alors, pourquoi faire autre chose si, à lui seul, le mécanisme des stock-options est efficace pour augmenter la productivité? Si, ni l'objectif d'ancrage, ni l'objectif de renforcement des fonds propres, ni l'objectif de productivité n'appellent la mise en oeuvre d'un dispositif collectif d'actionnariat salarié, comment expliquer le succès, dans la pratique et dans les propositions politiques, des formules de type HBK ? A quel(s) problème(s) concret(s) répond la nécessité de réfléchir un dispositif de gouvernance?

Nous avons déjà relevé que, fondamentalement, l'extension de l'actionnariat salarié répondait à une volonté d'adapter le rapport salarial à raison de l'avènement d'un nouveau régime de croissance, dénommé régime patrimonial⁶⁴, dont la

⁶⁴ Le concept de " régime patrimonial " est tiré des travaux de l'économiste français Michel Aglietta. Pour M. Aglietta, " l'appellation régime patrimonial désigne le rôle désormais prépondérant que jouent les marchés des actifs qui constituent la richesse des ménages dans la détermination des équilibres macro-économiques. Elle désigne aussi l'extension de l'actionnariat salarié via l'importance des investisseurs institutionnels dans la finance et la gouvernance des entreprises comme instance primordiale de la régulation de ce régime de croissance. Dans ce régime, la variable-pivot du comportement des entreprises est le profit par actions. La gouvernance des actionnaires institutionnels force les entreprises à maximiser cette variable et intervient dans le partage du profit (plan d'épargne, intéressement des salariés, stock-options) dont dépend la distribution de

caractéristique principale est l'importance accrue des marchés financiers. Si on s'en tient uniquement aux solutions formelles de la théorie contractualiste, on devrait logiquement aboutir à une formule d'actionnariat salarié de type "découplage" c'est-à-dire une simple ventilation de la rémunération entre une partie fixe et une partie financiarisée sans qu'un dispositif institutionnel ne soit envisagé. C'est l'hypothèse de l'acquisition individuelle d'actions (cf. 3.1) ou des stock-options (cf. 3.2). L'intérêt pour le dispositif semble, dès lors, montrer que l'introduction d'une hybridation de la formation des rémunérations n'est pas neutre. Elle entraîne un certain nombre de problèmes qui ne peuvent être résolus uniquement par les règles juridiques du régime de capitalisation individuelle. En effet, les travailleurs ne sont pas des actionnaires comme les autres. A partir du moment où on place des salariés, qui ont déjà investi leur capital humain dans l'entreprise, en situation de détenteurs de capital à risque, il est nécessaire de faire droit aux conséquences concrètes qui résultent de cette situation, comme par exemple le partage des risques, la précarisation de l'emploi, la solidarité salariale, le rôle des syndicats etc... Ces conséquences impliquent des choix politiques que la seule approche formelle en terme de productivité ne permet pas de comprendre. Finalement, l'intérêt pour la problématique du dispositif ne montre-t-il pas que, en se limitant à la solution (le découplage) découlant d'une approche purement formaliste (la théorie contractualiste), on risque de manquer ce qui se joue vraiment au coeur du débat sur la participation au capital ?

4.2. Une tentative de dépassement...

Il est symptomatique de constater qu'il existe aujourd'hui, dans la littérature américaine des années 90, une certaine théorie concurrente de la corporate governance qui tente de complexifier et d'enrichir le modèle contractualiste. Indépendamment de ses limites, cette approche "comparativiste"⁶⁵ représentée à la Columbia Law School par les professeurs M. Roe, R. Gilson et J. Gordon, est intéressante parce qu'elle met en évidence l'existence d'un lien de dépendance entre une théorie de l'efficacité et une théorie des contextes. Le projet théorique vise, pour reprendre l'expression de R. Gilson⁶⁶, à comprendre le caractère "*path-dependent*" des structures de gouvernance. Ce n'est pas le lieu de cet article d'explicitier plus avant cette théorie ainsi que son lien avec la réflexion sur l'actionnariat salarié ; des travaux de recherche sont en cours à ce

dividendes." in M. AGLIETTA, "Le capitalisme de demain", *Rapport de la Fondation Saint-Simon*, novembre 1998, n°101

⁶⁵ La dénomination "comparativiste" vient du fait que les premiers travaux de ces auteurs ont été consacrés à l'étude du mode de gouvernance des entreprises allemandes et japonaises en le comparant au modèle américain.

⁶⁶ R. GILSON, "Corporate governance and economic efficiency: when do institutions matter?", 74 *Washington U.L.Q* 327 (1996).

sujet. Il suffit de souligner que, en s'attachent à montrer l'enracinement culturel des institutions de corporate governance, les auteurs de ce courant obligent à réviser l'idée selon laquelle l'efficacité des règles pourrait être réfléchi uniquement sur base d'un calcul formel de maximisation sans prendre en compte leur insertion contextuelle⁶⁷. A titre indicatif de ce type d'approche dans le domaine de l'actionnariat salarié, nous voudrions évoquer l'analyse du Professeur Jeffrey Gordon⁶⁸. En effet, J. Gordon semble être nourri de cette même volonté de réfléchir les contextes. Ses travaux sur le capitalisme en transition témoignent de cette préoccupation.

Dans une étude récente intitulée, "Employee stock ownership in economic transitions : the case of United Air Lines⁶⁹", le Professeur Jeffrey Gordon de la Columbia Law School a développé l'idée selon laquelle la participation des travailleurs au capital (employee stock ownership) comporte des avantages là où une entreprise doit faire face aux problèmes de transition associés à une période de grands changements économiques. Il étaye sa position à l'aide d'un exemple empirique particulièrement révélateur : la mise en oeuvre récente (1994) au sein de la compagnie américaine d'aviation United Air Lines (UAL)⁷⁰, d'un plan d'actionnariat salarié concernant l'ensemble des travailleurs de l'entreprise, à l'exception des stewards et hôtesse. A l'origine, la décision de UAL de transférer aux travailleurs 55% de ses actions en échange d'une réduction de salaire résulte de la volonté de l'entreprise de maintenir une position concurrentielle (et donc d'assurer sa viabilité à long-terme) à la suite de la dérégulation du marché des voies aériennes qui est intervenu à la fin des années 70. La politique de dérégulation a mis un terme au régime de compétition régulée dans lequel le contrôle des entrées, de l'attribution des routes de navigation, des fusions et des tarifs était devenu inapte à assurer la rentabilité du secteur. La mise en place de ce nouveau régime a entraîné une augmentation de la concurrence entre les différentes compagnies, ce qui a amené plusieurs d'entre elles à s'orienter, pour rester compétitives, vers une réduction significative de leurs coûts du travail. C'est ainsi que, en 1994, UAL propose un plan de restructuration avec pour conséquence des licenciements massifs, la sous traitance de certains services ainsi que la modification d'une partie des activités de la compagnie suite à la mise en place d'une ligne de courrier rapide à moindre coût. Ce plan, qui a fait l'objet de réactions très hostiles de la part des travailleurs, a alors incité les différentes parties concernées à négocier la mise en oeuvre d'un dispositif d'actionnariat salarié. De manière schématique, l'accord qui comporte un volet participation financière et un volet gouvernance

⁶⁷ Voir à ce sujet, J. LENOBLE, "Corporate governance et procéduralisation contextuelle", *Carnet du Centre de Philosophie du Droit*, n°71, juillet 1999.

⁶⁸ Aujourd'hui, le renouveau d'intérêt pour la réflexion sur le thème de la gouvernance d'entreprise est principalement alimenté par la réflexion américaine. Ce n'est pas à dire que la recherche en corporate governance ne s'est pas développée en Europe mais, l'avantage du débat américain est que la réflexion juridique en la matière s'est explicitement articulée à la réflexion économique. Cette articulation permet de mettre plus aisément à jour les fondements théoriques des solutions proposées.

consiste, pour les travailleurs, à acquérir 55% du capital de la société, en échange d'une réduction de salaires et d'une modification de certaines règles en vigueur. De la part des travailleurs, la transaction a surtout été motivée par les pilotes qui estimaient que l'octroi d'actions en échange de réduction de salaire offrait la plus grande sécurité économique possible dans le cadre du régime de concurrence accrue. De la part du management et des actionnaires, le facteur décisif semble avoir été la nécessité d'obtenir la coopération des travailleurs dans le processus d'ajustement des coûts ainsi que pour l'établissement d'une ligne de courrier rapide à moindre coût dénommée " Shuttle by United " et destinée à concurrencer la compagnie Southwest Air Lines.

Selon Jeffrey Gordon, la transaction d'UAL témoigne de l'efficacité du mécanisme de l'actionnariat salarié là où il s'agit de partager les pertes et les gains issus d'une transition économique entre les actionnaires et les travailleurs, de manière favorable aux yeux des deux parties. *" 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 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 employee risk by enhancing the firm viability. "*

Dans son étude, Jeffrey Gordon distingue quatre problèmes de transition susceptibles d'être rencontrés par la mise en oeuvre d'un dispositif d'actionnariat salarié.

⁶⁹ J. GORDON, " Employee stock-ownership in Economic transitions: United Air Lines ", in *Corporate Governance today: the Sloan project on corporate governance at Columbia Law School*, May 1998, p.447.

⁷⁰ A côté du secteur de l'acier, il semble que le secteur des voies aériennes soit particulièrement exemplatif pour comprendre ce qui se passe lorsqu'une entreprise doit s'adapter à un environnement économique en proie à des changements soudains.

“ Just allocation problems ”

Théoriquement, quand une firme connaît une baisse significative de rentabilité suite à un changement de circonstances économiques, les conséquences de la réduction de cash flow peuvent être répercutées soit sur les actionnaires sous forme de diminution des dividendes (avec, par ricochet, une baisse de la valeur des actions), soit sur les travailleurs sous forme de licenciement et/ou de réduction de salaires. De ce point de vue, la mise en oeuvre d'un dispositif d'actionnariat salarié impliquant une renonciation des travailleurs à certaines exigences salariales en échange de l'attribution d'actions de l'entreprise, est un des moyens permettant un partage plus équitable des coûts de transition entre les actionnaires et les travailleurs.

“ Efficient bargaining problems ”

En situation de transition, la participation des travailleurs au capital possède certaines vertus pour faciliter la conclusion d'un accord comportant des concessions réciproques de la part des différentes parties concernées, dans la mesure où elle peut aider à surmonter certaines asymétries informationnelles⁷¹ susceptibles d'avoir un impact négatif sur la réussite d'une négociation. Ainsi par exemple, une offre d'acquisition d'actions aux travailleurs peut être comprise par ceux-ci comme une information indiquant que l'entreprise est confrontée à certaines difficultés. En effet, le comportement d'une firme qui envisage une réduction de salaires avec octroi d'actions en contrepartie peut se comprendre de deux manières : soit, la firme agit de manière compétitive ou opportuniste en augmentant sa rentabilité alors même que son cash flow lui permettrait de financer une augmentation des salaires fixes ; soit, elle recourt à ce procédé car son cash flow est insuffisant pour maintenir ou augmenter les rémunérations fixes de ses travailleurs. On retrouve un peu la même idée dans l'analyse effectuée par O. Williamson⁷² sur la participation du personnel aux décisions de la firme. Les contrats entre la firme et ses travailleurs sont incomplets ; la plupart du temps le contrat de travail traditionnel, c'est-à-dire consensuel et relationnel avec soumission du travailleur à l'autorité de l'employeur, est suffisant pour organiser les rapports entre les deux parties, en fonction de leurs intérêts respectifs. Toutefois, “ la participation du personnel au conseil d'administration peut-être particulièrement importante pendant les périodes d'adversité véritable ou prétendue, plus précisément lorsque la firme demande aux travailleurs des contreparties. La participation du

⁷¹ “ La notion d'asymétrie informationnelle fait référence à la différence d'information entre individus, notamment lorsque cette information est utile à la détermination d'un plan efficace ou à l'évaluation de performances individuelles.”: P. MILGROM et J. ROBERTS, *Economie, Organisation et Management*, Paris-Bruxelles, De Boeck Université, 1997, p.782.

⁷² Economiste néo-institutionnaliste, Oliver Williamson est notamment connu pour ses travaux récents sur la firme. A ce sujet voir notamment: *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, 1996.

personnel au conseil d'administration peut atténuer le scepticisme des travailleurs en promouvant l'échange d'informations crédibles.⁷³”

“ Efficient bargaining over on-going transition costs ”

Les dispositifs de participation au capital peuvent également être efficaces pour les firmes qui, parcequ'elles opèrent dans un environnement économique particulièrement dynamique et changeant (ex. : les firmes de haute technologie), doivent continuellement se réajuster.

“ Superior structures ”

Selon Gordon, le plus grand atout de la participation au capital réside dans sa capacité à promouvoir des innovations organisationnelles dans les relations de travail ainsi que dans la culture d'entreprise, de manière telle que l'entreprise améliore sa position concurrentielle. Dans cette optique, l'actionnariat salarié peut s'envisager, non seulement comme un mécanisme transitoire servant à minimiser les problèmes de marchandage lors de la répartition des coûts de transition, mais aussi et surtout comme un instrument permettant à l'entreprise concernée de gérer de façon plus optimale les tensions et les opportunités inhérentes à l'existence d'un environnement économique de plus en plus dynamique. *“ In most firms this requires a change in what might loosely be called “ corporate culture. In its more ambitious versions, the firm may be seeking new ways of collaboration with employees that will promote a commitment to continuous improvements and greater efficiency. The firm may wish to establish discursive practices in which employees participate in goal-setting and in discussions on how to attain those goals, and then how to exceed them, in a way that also shares the gains from such collaboration. An Employee Stock-Ownership Transaction may serve such objectives through both the governance participation and the economic participation features of equity. ”*⁷⁴

Pour Gordon, l'efficacité de l'actionnariat salarié comme expédient transactionnel est nécessairement fonction du niveau de participation économique ainsi que de l'importance des droits de gouvernance des travailleurs concernés. Plus précisément, en situation de transition économique, le succès d'une formule d'actionnariat va dépendre de la manière dont sera envisagé le design institutionnel qui l'accompagne. Gordon relève d'ailleurs que, si le but poursuivi consiste simplement à répartir les coûts de transition de manière ponctuelle, la participation au profit ainsi que les droits de gouvernance peuvent être assez modestes. Si, par contre l'opération s'inscrit dans le cadre d'un changement “ culturel ” ou si elle concerne une firme qui doit continuellement s'ajuster à un environnement très changeant, le niveau de

⁷³ O. WILLIAMSON, *Les institutions de l'économie*, Paris, Interédition, 1994, p.320 et

⁷⁴ J. GORDON, *op.cit*, p.472.

participation économique et structurelle doit être beaucoup plus important. Le cas de UAL est particulièrement révélateur. Le volet financier de la transaction (attribution aux travailleurs de 55% du capital en échange d'une réduction de salaire de 15% sur trois ans et d'un assouplissement de certaines règles de travail permettant notamment une plus grande flexibilité de la main d'oeuvre) est accompagné d'un volet "gouvernance" assurant une participation structurelle des travailleurs, tout en veillant à protéger les intérêts des parties tierces (prêteurs, clients fournisseurs...), dans la mesure où ces dernières disposent toujours de la faculté de se retirer au cas où le cash flow de la firme serait détourné par les employés agissant de manière opportuniste. A titre exemplatif, épinglons quelques uns des éléments du dispositif UAL⁷⁵ :

- la structure du "board of directors" de la compagnie comprend des représentants des employés, des actionnaires ainsi que des directeurs indépendants ; pour certaines décisions particulières les représentants des travailleurs disposent d'un droit de veto ;
- certaines fonctions du board s'exercent par l'entremise de comités spéciaux ("competitive action plan committee", "labor committee", "compensation committee"...), de manière à éviter que des conflits d'intérêts particuliers ne viennent perturber le bon fonctionnement du board ;
- les actions des travailleurs sont gérées collectivement par l'intermédiaire d'un ESOPs⁷⁶, jusqu'au départ ou la mise à la retraite du travailleur.

Ainsi, nous avons montré ci-dessus que les trois objectifs traditionnels invoqués à l'appui de la participation au capital n'impliquaient pas nécessairement la mise en oeuvre d'un instrument de gestion de type HBK. Par contre, si on fait émerger une autre justification théorique non- formalisée comme telle dans le débat belge, on est amené à s'interroger sur la question du mode de gouvernance. A le supposer accepté, l'argument américain montre, en effet, que la promotion de l'actionnariat salarié se justifie dans les situations de transition économique, en raison de son aptitude à favoriser un trade-off entre les travailleurs et les représentants des actionnaires et à les amener, collectivement, à sacrifier des perspectives de court-terme pour du long-terme. Il est alors permis de supposer que la réalisation efficace de cet objectif implique l'instauration d'un fonds de participation dirigé par des représentants élus des travailleurs qui seraient chargés d'exercer les droits de vote attachés aux parts détenues par les salariés de façon à ce qu'une négociation efficace sur les gains et les pertes de la transition puisse s'opérer. Il nous semble qu'au moins un de ces représentants élus devrait être choisi parmi les syndicats : dans la mesure où ceux-ci sont responsables des négociations salariales, ils sont évidemment les mieux placés pour discuter de l'ajustement entre le niveau des salaires et l'attribution d'actions.

⁷⁵ Le système de UAL est, à vrai dire, assez complexe. Ce n'est pas le lieu, ici, d'examiner les détails techniques.

⁷⁶ L'ESOP est un instrument de gestion de l'épargne collective bien connu en droit anglo-saxon et qui fonctionne selon le principe du trust.

L'analyse que J. Gordon a consacré à UAL s'inscrit, en fait, dans le cadre d'une réflexion plus large consacrée au "capitalisme en transition". Une des questions centrales de cette réflexion est celle de savoir comment minimiser et aménager les coûts de transition liés à l'avènement d'un "nouvel ordre économique."⁷⁷ En d'autres termes, dans quelle mesure et comment, dans une phase de transition économique, faut-il adapter les structures de l'entreprise à l'évolution du contexte, tout en veillant à préserver de manière suffisante le respect des engagements (accountability) vis à vis des partenaires de la firme⁷⁸ ? En ce qui concerne les travailleurs, l'analyse de Gordon est la suivante. Alors que l'économie américaine d'après-guerre s'était caractérisée par une croissance importante des revenus réels au profit de l'ensemble des acteurs économiques, on constate, aujourd'hui, que l'avènement du nouvel ordre économique entraîne des effets de revenu ambigus et perturbateurs pour certaines catégories d'acteurs. Si les consommateurs bénéficient de toujours plus de produits divers, de qualité supérieure et à des prix de plus en plus bas, si les firmes compétitives engendrent du profit et si les actionnaires bénéficient d'une augmentation de la valeur de leurs actions, la situation des travailleurs, quant à elle, est plus ambiguë. En effet, l'intensification de la compétition conduit à des innovations de production et d'organisation qui ont pour conséquence primo, de diminuer la valeur du capital humain investi par les employés et secundo, de modifier les présupposés économiques qui sont à la base du contrat implicite entre la firme et ses travailleurs. Cette situation incite les managers à évaluer le travail en fonction du produit marginal- la valeur ajoutée par un employé à un moment particulier, ce qui est une aubaine pour certains travailleurs mais une source de pression salariale vers le bas et d'instabilité pour d'autres. La flexibilité croissante du marché de l'emploi permet d'effectuer des réductions dans les coûts du travail et a pour conséquence l'élargissement de la réserve d'offre et de demande de travail (pool of labor supply) d'une manière qui ajoute aux pressions salariales vers le bas.

C'est ce constat empirique qui a amené J. Gordon à réfléchir aux mécanismes permettant, dans le cadre du processus de répartition des gains et des pertes de la

⁷⁷ Le nouvel ordre économique fait référence au régime de libéralisation enclenché dans les années 80 aux USA et caractérisé par l'ouverture et la flexibilisation des marchés du travail, des produits et des capitaux, tant au niveau national qu'international. Voir notamment J. GORDON, "Employees, pensions and the new economic order", *Columbia University, Center for Law and Economics Studies, Working Paper n°124*, March 1997.

⁷⁸ On retrouve la même préoccupation chez D. Charny de Harvard qui, dans un article intitulé "Employee welfare state in transition", montre que, périodiquement, certaines transitions économiques viennent déséquilibrer le système de façon telle que les mécanismes traditionnels de gouvernance sont dans l'incapacité de s'adapter. Certaines transformations fondamentales sont alors nécessaires pour permettre au système de se rééquilibrer. "The task for institutional analysis is to identify the aspects of current institutions that are out of equilibrium and, in a second and more fundamental step, identify the transitional mechanisms that are or should be in place to help the system re-equilibrate." in D. CHARNY, "The employee welfare state in transition", *74 Texas Law Review*, 1603 (1996).

transition, de minimiser l'inégalité croissante au détriment des travailleurs. Il invoque le fait que, dans une société, le partage des gains est nécessaire, non pas parce que ce partage est moral en soi mais parce qu'il favorise la cohésion sociale qui elle-même est une précondition à la croissance économique. *"It is not simply that more income produces greater welfare, but that such gain sharing seems to correspond to a rough sense of justice-that society should work in a way that benefits all of its economics groups. This gain sharing may not be sufficient to satisfy more particularized conceptions of justice but seems a necessary precondition. Moreover, gainsharing promotes social cohesion and, in particular, the maintenance of the political constellation under which economic growth is possible. Economics markets are situated in political markets : parties that consistently lose in the economic market will reopen the matter in the political domain. The continued existence of open and flexible markets requires a political consensus that may well be threatened by the income effects of the new economic order."*⁷⁹

5. Conclusion

Dans notre dernière partie, nous avons évoqué une nouvelle construction théorique de la question de l'actionnariat salarié. Nous avons suggéré que l'intérêt de cette analyse réside moins dans son résultat que dans le besoin qu'elle traduit d'interroger le cadre théorique dominant qui est utilisé pour analyser la gouvernance d'entreprise⁸⁰, notamment parce qu'elle met en exergue la nécessité de repenser les processus de corporate governance en tenant compte du contexte dans lequel ceux-ci s'insèrent.

Nous voudrions conclure en soulignant que le constat d'incohérence entre les justifications traditionnelles et les propositions politiques qui font appel à l'élaboration d'un dispositif collectif ne doit pas nous conduire à rejeter la solution du dispositif. Que du contraire, nous pensons qu'il faut s'engager dans une réflexion sur les adaptations nécessaires de l'édifice juridique et institutionnel pour faire droit aux modifications du rapport salarial à raison de l'influence des marchés financiers. Cette incohérence montre, en fait, que la signification fondamentale de l'actionnariat salarié ne se suffit pas du cadre théorique trop restreint qui est le sien aujourd'hui et que, pour appréhender les effets concrets qui découlent de ces nouvelles formes de rémunération, on ne peut se limiter aux solutions qui découlent d'une argumentation purement contractualiste. C'est peut-être dans cette optique là qu'il faut comprendre l'intérêt accru pour les modèles de type HBK.

⁷⁹ J. GORDON, "Employees, Pensions and the New Economic Order", Columbia University, Center for Law and Economics Studies, Working Paper n°124, March 1997.

⁸⁰ Il ne s'agit nullement de nier l'apport fondamental des argumentations rationnelles développées à partir de la théorie des contrats mais plutôt de pointer son insuffisance.

