II

L'ENTREPRISE ET LA PROPRIÉTÉ

Qu'est-ce que l'entreprise? Pourquoi la firme? L'entreprise est un mini-système de coordination et de coopération qui repose sur un principe de commandement hiérarchique. Le marché est aussi un système de coordination et de coopération, mais fondé sur le contrat. Si vraiment le marché offre tous les avantages que les économistes libéraux lui prêtent, comment se fait-il qu'y survivent ces mini-îlots de planification autoritaire que sont les entreprises?

C'est un professeur de l'université de Chicago, anglais d'origine, Ronald Coase, qui, le premier, en 1937, a esquissé la solution de ce paradoxe, dans un article qui resta longtemps oublié. L'idée est simple. Le marché, ce sont des « transactions » par lesquelles s'échangent des droits (de propriété) sur des ressources et des richesses. Mais qui dit échange, dit obligatoirement *contrat,* explicite ou implicite. Le contrat ne porte pas que sur les prix, la qualité des produits ou des services échangés, les méthodes de mesure, etc., mais également sur les procédures de contrôle de son exécution, les sanctions réciproques possibles, les recours éventuels devant des tiers. Il s'efforce de prévoir des solutions à tous les problèmes qui risquent de se présenter durant la période d'accomplissement de la transaction.

Imaginons un univers d'information parfaite d'où serait

exclue toute incertitude. Nous serions alors en mesure d'identifier à l'avance l'ensemble des circonstances futures susceptibles de menacer la bonne fin de toute transaction, et donc d'imaginer par avance les parades et solutions possibles. On pourrait résoudre tous les problèmes de coopération et de coordination en laissant les gens passer entre eux une myriade de contrats et de promesses. Il n'y aurait entre les agents économiques que des relations marchandes, et c'est le *marché* qui dicterait à *chacun* ce qu'il doit faire, à quel prix, et qui sanctionnerait ceux qui trichent.

Mais nous vivons dans un univers où, par définition, l'information n'est jamais ni complète ni parfaite, et où elle est coûteuse à acquérir; d'où l'on ne pourra jamais chasser l'ignorance, l'incertain, ni le risque. Conséquence : il est de nombreuses circonstances où la coordination par le mécanisme marchand ne peut plus s'opérer de façon satisfaisante du fait de la trop grande difficulté qu'il y a à établir pour chaque opération des contrats résolvant à l'avance tous les problèmes susceptibles d'apparaître. Lorsque l'on se trouve dans de telles circonstances, il faut adopter un autre procédé de coordination. C'est alors qu'apparaît la *firme*.

Le procédé consiste à remplacer le mécanisme bilatéral du contrat marchand par un système multilatéral de contrats qui, d'une part, confient à un « entrepreneur » central l'ensemble des fonctions d'orientation, d'impulsion et de coordination précédemment assumées par le mécanisme des prix et, d'autre part, déterminent de manière précise à quelles conditions chacun accepte de déléguer à celui-ci le contrôle hiérarchique de l'usage des ressources dont il fait l'apport. On a alors une situation où, au nuage de contrats individuels qui sert d'archétype à l'idéal du marché, se substitue un cercle de contrats d'association et de délégation hiérarchique qui donne naissance à ce que l'on appelle communément une « entreprise ». Celle-ci émerge, et se substitue au marché (comme procédé de

coordination des activités humaines de production) là où des caractéristiques techniques ou institutionnelles particulières rendent trop coûteuses la négociation, la rédaction et l'exécution de contrats classiques d'échange marchand. La firme n'est qu'un *succédané de marché* qui permet de réaliser ce que le marché ne peut faire lorsqu'il se heurte à des coûts de fonctionnement trop élevés.

La firme n'est qu'un *nœud de contrats*, avec un agent central – l'employeur, l'entrepreneur – à qui est confiée la responsabilité de gérer et de faire exécuter la multitude de conventions privées qui définissent de façon explicite ou implicite les conditions dans lesquelles l'entreprise peut disposer des ressources mises à sa disposition par l'ensemble de ses partenaires : actionnaires, banquiers, ouvriers, cadres, managers, etc. Un nœud de contrats par lesquels des hommes – les entrepreneurs – s'efforcent d'obtenir la collaboration volontaire d'un grand nombre d'autres pour produire des biens et des services qu'ils estiment pouvoir offrir aux consommateurs dans des conditions d'efficacité plus grandes.

La sélection naturelle des formes d'entreprise et les origines de la firme capitaliste

Si l'entreprise est un nœud de contrats, le rôle de ces contrats est de définir trois choses : les conditions dans lesquelles certaines personnes acceptent de *déléguer* à d'autres l'usage de ressources dont elles ont la propriété (finances, capital humain, compétences...); les principes qui doivent présider au partage des résultats financiers de l'opération; les voies de recours en cas de contentieux sur l'exécution des clauses précédentes.

Le contenu et la structure de ces contrats peuvent être extrêmement différents. D'où une très grande variété de formes d'organisation de la propriété industrielle qui n'a pour limites que celles de l'imagination humaine.

Cependant, tous ces contrats ne sont pas également adaptés aux circonstances et à l'environnement. D'où, par la concurrence qui s'exerce entre les produits, les firmes et les hommes, une sorte de processus de sélection naturelle qui fait que, dans le long terme, ne survivent durablement, et pour des raisons que l'on peut scientifiquement identifier, que les formes d'entreprise qui se révèlent économiquement les plus efficaces.

Prenons l'exemple de la firme « capitaliste » du XIXe siècle.

Fernand Braudel raconte comment l'activité industrielle, qui jusque-là était essentiellement disséminée dans une nébuleuse d'ateliers familiaux, dont les achats et les fournitures d'un marchand donneur d'ordres coordonnaient le travail, s'est progressivement regroupée dans des fabriques agglomérées, ancêtres de nos modernes usines. Avec l'élargissement des marchés, explique-t-il, cet ancien intermédiaire qu'était le marchand s'est peu à peu mué en industriel capitaliste régnant sur un univers concentré de machines et d'ouvriers salariés.

Cette analyse n'explique cependant pas pourquoi cette forme de propriété a ensuite survécu et a même supplanté les autres formes possibles de propriété industrielle. Aux alentours des années 1830, près d'un tiers des entreprises manufacturières anglaises étaient des coopératives ouvrières dont les statuts définissaient un régime de propriété indivise et non librement cessible, Vingt ans plus tard, les coopératives ne représentaient déjà plus que quelques pour cent de l'activité économique du pays. Comment se fait-il que ce soit, à l'époque, cette forme particulière d'organisation qu'est la firme privée de type capitaliste qui ait émergé comme principal vecteur de la division industrielle du travail? S'il en fut ainsi, c'est que celle-ci recélait certains avantages. Lesquels?

L'entreprise, on l'a vu, n'est pas autre chose qu'un nœud de contrats. Ces contrats sont des documents structurés dans lesquels, pour éviter les conflits possibles

en cours d'exécution, on s'efforce de prévoir l'ensemble des contingences qui risquent de se présenter. Ces contrats ne peuvent cependant pas tout prévoir, c'est humainement impossible. Ce faisant, il faut bien qu'il y ait à un moment donné quelqu'un qui ait le droit de vote ultime pour prendre les décisions, ou désigner celui qui les prendra, lorsque se présentent des circonstances ne correspondant à aucune des situations prévues dans les contrats. Mais pourquoi, de tous les apporteurs de capitaux, les actionnaires devraient-ils être les seuls à détenir ce droit? Pourquoi celui-ci ne serait-il pas partagé avec les porteurs d'obligations, les *managers* (qui ont l'information), ou encore tous les salariés? Ce n'est pas parce qu'il s'agit d'une prérogative attribuée par notre droit à l'actionnaire, qu'il ne faut pas s'interroger sur les raisons de son origine. L'explication vient de la position particulière que les actionnaires occupent dans l'entreprise en tant que *créanciers résiduels.*

L'intérêt de l'entreprise – mais aussi de la collectivité – est que soient mis en œuvre *toutes* les décisions, *tous* les projets, *tous* les investissements susceptibles d'enrichir le patrimoine de l'entreprise. Les porteurs d'obligation ont une créance fixe, déterminée à l'avance, et dont les risques ne sont donc que très marginalement affectés par la qualité des actes de gestion de l'entreprise, du moins tant qu'il n'y a pas de catastrophe majeure. En conséquence, que les dirigeants de la firme ne saisissent pas immédiatement toutes les opportunités rentables de développement qui s'offrent à eux, ne les affecte guère. Il en va de même pour les employés dont les rémunérations sont fixées par des contrats salariaux dont le montant est déterminé à l'avance. La particularité de l'actionnaire est d'être le plus vulnérable de tous les partenaires de l'entreprise, celui qui est remboursé le dernier en cas de difficultés, après tous les autres créanciers, s'il reste encore des ressources; celui qui est également le dernier à être rémunéré après tous les autres, s'il reste encore

quelque chose à se partager. Cette situation de *créancier résiduel* (ou d'ayant droit résiduel) fait que de tous les gens qui, d'une manière ou d'une autre, mettent des capitaux ou des ressources à la disposition de l'entreprise, les actionnaires sont les seuls qui aient vraiment le plus grand intérêt personnel à veiller du mieux qu'ils peuvent à ce que soient prises l'ensemble des décisions permettant réellement d'épuiser le champ possible des actions rentables.

Historiquement, cette solution s'est imposée non pas parce que la propriété financière ou le risque financier apporterait à leur détenteur une sorte de droit naturel et souverain à commander les autres, mais parce que, en raison de son efficacité économique supérieure, cette forme d'organisation contractuelle est celle qui, à l'expérience, s'est révélée disposer de la plus grande valeur de survie.

Question : en quoi cette attribution du monopole du droit de vote fait-elle des actionnaires les « propriétaires » de l'entreprise? Personne n'est « propriétaire » d'un nœud de contrats. Réponse : ce qu'on appelle la « propriété privée » est un régime juridique qui pose pour règle fondamentale qu'on ne peut jouir de la pleine disposition d'un bien ou d'une ressource que pour autant qu'on accepte par avance de supporter personnellement l'intégralité des variations de valeur, en plus ou en moins, qui peuvent résulter de décisions prises par soi-même ou par d'autres (par délégation), quant à l'usage de ce bien ou de cette ressource. Fondamentalement, c'est cela être propriétaire, et pas autre chose. C'est en fonction de cette règle de principe que l'on peut dire que les actionnaires sont les « propriétaires » de l'entreprise, même s'ils n'en exercent pas la direction effective.

La société de capitaux : un instrument de diversification des risques

Le raisonnement auquel nous sommes continuellement confrontés est le suivant. Il est vrai, nous dit-on, qu'il est difficile de contester la légitimité des origines « capitalistes » du pouvoir dans l'entreprise lorsqu'on a affaire à un petit nombre de personnes qui possèdent la majeure partie du capital social. Dans ce cas, la sanction patrimoniale est en effet la plus contraignante des disciplines. Mais, ajoute-t-on, il n'en va plus de même dès lors qu'on passe à de grandes firmes dont le capital est dispersé entre des milliers de petits actionnaires. La dilution de la responsabilité patrimoniale fait que la plupart des actionnaires se désintéressent de la gestion des entreprises dont ils sont en principe les « propriétaires ». L'économie est dominée par quelques grandes firmes puissantes dont le contrôle passe dans les mains d'une poignée de dirigeants professionnels qui sont libres de poursuivre leurs objectifs personnels sans avoir réellement de comptes à rendre à personne. Le mécanisme d'efficacité de la propriété privée, tel qu'il est habituellement décrit, s'enraye. Est-ce alors, nous dit-on, vraiment un crime contre la société, et même contre la propriété, que de nationaliser des entreprises où, depuis longtemps déjà, la logique de la propriété privée et de ses avantages a cessé de jouer?

Un tel discours traduit une incapacité fondamentale à comprendre la nature profonde de la propriété industrielle contemporaine.

Il est vrai que la dispersion des titres de propriété implique des « coûts de transaction » plus élevés pour les actionnaires. Il n'est pas aisé pour un simple actionnaire de rassembler les informations nécessaires pour superviser efficacement le comportement des dirigeants. Qui plus est, à quoi bon? L'enjeu est à la dimension de la participation de chacun au capital de la société : infime.

Tout gain sera automatiquement divisé entre des milliers d'actionnaires. Néanmoins, ce n'est pas une raison pour en conclure que de telles entreprises coûtent quoi que ce soit aux actionnaires. Car si vraiment cela leur coûtait quelque chose, on ne voit pas pourquoi ces gens, qui ont librement choisi de s'associer à l'entreprise en achetant leurs actions, auraient ainsi voté en faveur d'un investissement qui leur rapporterait moins que ce qu'ils pourraient obtenir ailleurs.

L'attribut essentiel de la propriété est le pouvoir de décider à quel usage sera affectée une ressource particulière. Par exemple, si je possède un terrain, je peux choisir d'y construire une maison que j'habiterai moi-même. Quelqu'un d'autre, disposant du même bien, peut préférer y construire une maison qu'il louera. Quel que soit le choix final, le propriétaire conserve toujours le droit de revendre son bien et d'utiliser le capital ainsi dégagé à d'autres usages. Mais l'aspect essentiel de la propriété privée est que, quel que soit l'usage sélectionné, il existe une relation étroite entre celui-ci et l'effet qu'il entraîne sur la valeur du patrimoine personnel du propriétaire. Et l'une des composantes de cette relation est constituée par la liberté du propriétaire de déléguer à qui il désire tout ou partie de son pouvoir de décision sur cet usage selon tout type d'arrangement contractuel compatible avec le souci de tirer de son bien la satisfaction personnelle la plus grande possible.

Ce qui se passe dans le monde de la propriété industrielle n'est pas de nature différente. La dispersion de la propriété reflète simplement le choix des « propriétaires » de déléguer une plus grande part de l'autorité qui leur revient. Il est vrai que cette forme de propriété, parce qu'elle est partagée entre un grand nombre de mains ayant des droits identiques, fait qu'une fois que cette autorité est déléguée, il est beaucoup plus difficile de la retirer. Mais cette propriété « atténuée » n'est qu'une forme particulière d'arrangement contractuel parmi tout

un éventail d'autres possibilités qu'offre le régime de la propriété privée.

Reste évidemment à se demander pourquoi, s'il est plus difficile de revenir sur cette délégation – et donc d'en contrôler l'usage –, tant d'actionnaires acceptent d'entrer dans ce type d'arrangement contractuel de préférence à d'autres où le retrait de la délégation est plus aisé. Rares seraient ceux qui accepteraient de se lier de cette façon s'il n'y avaient des compensations. Lesquelles?

Essentiellement, deux : d'une part, cette forme d'arrangement institutionnel offre aux détenteurs de capitaux une possibilité d'accroître la dispersion de leurs risques en répartissant leurs œufs dans un grand nombre de paniers différents; d'où une plus grande sécurité et une meilleure possibilité d'optimiser le rendement des parts d'industrie qu'ils possèdent. D'autre part, cette atomisation de l'actionnariat permet à l'industrie et à ceux qui y jouent le rôle moteur – les « entrepreneurs » – de rassembler des masses de capitaux financiers à des conditions de coûts, d'efficacité et de sécurité plus grandes que s'ils étaient contraints de s'associer à un petit nombre d'actionnaires disposant chacun d'une part importante du capital.

Depuis que le processus du développement industriel s'est engagé, ceux qui cherchent le soutien de capitaux extérieurs et ceux qui souhaitent placer leurs avoirs dans l'industrie ont toujours eu le choix entre des formes d'association impliquant des structures de capital plus ou moins dispersées ou plus ou moins concentrées. Le mouvement de dispersion du capital n'a pas attendu la reconnaissance du statut de la société anonyme pour s'amorcer. Et ce mouvement n'a cessé de s'amplifier depuis. Ce qui, en soi, suffit à prouver que les bénéfices qu'en tirent les actionnaires doivent être supérieurs aux coûts qu'entraîne pour eux la plus grande liberté d'action dont jouissent les managers avec ce type de contrat. L'action, dans une grande entreprise à actionnariat dispersé, n'est ainsi qu'un produit financier particulier, dans

un continuum de formules extrêmement variées d'associations à la vie industrielle.

Souvent, on explique l'éparpillement extrême de l'actionnariat atteint dans de nombreuses entreprises par le souci qu'auraient les actionnaires de contrôle d'assurer le développement financier de leur affaire sans pour autant perdre leur pouvoir. Ils s'arrangent pour que les augmentations de capital soient souscrites autant que possible par de tout petits porteurs, et veillent à ce que de nouveaux venus n'accumulent pas un nombre d'actions qui risqueraient de remettre en cause l'équilibre politique interne de l'entreprise.

Ce raisonnement est valable au niveau de l'analyse micro-économique. Mais ce qu'il faut expliquer, c'est pourquoi toutes les firmes qui ont adopté une telle stratégie ont continué à prospérer et n'ont pas été éliminées par la concurrence des entreprises conservant un actionnariat plus concentré. S'il en fut ainsi, c'est non seulement que les actionnaires de contrôle y trouvaient leur compte, mais également qu'une telle évolution n'était pas incompatible avec l'efficacité économique. Pourquoi?

Si l'on part du point de vue des actionnaires de contrôle, le raisonnement est simple. Plus l'entreprise se développe, plus leur fortune personnelle croît, plus le risque économique qu'il encourent est élevé.

Comment les détenteurs de capitaux industriels peuvent-ils réduire leur risque? La première technique a été d'inventer la formule de la « société », où le risque de l'aventure entrepreneuriale se trouve réparti entre plusieurs personnes. Les études historiques montrent que les premières véritables sociétés commerciales sont apparues lorsque les marchands du Moyen Age se sont lancés dans des voyages de plus en plus lointains à risques de plus en plus élevés. La seconde invention fut celle de la société anonyme, qui permit d'élargir presque à l'infini la possibilité d'associer un nombre toujours plus grand d'appor-

teurs de capitaux – et ainsi de tirer profit d'économies d'échelles qui étaient jusque là inexploitées. Mais il existe une troisième technique pour réduire encore davantage le risque : placer ses œufs dans le plus grand nombre possible de paniers différents. C'est la *diversification.* Plus le risque industriel croît avec la taille des firmes et le développement de leurs activités, plus ceux qui contrôlent les grandes fortunes industrielles ont intérêt à diversifier leurs placements. Certes, accroître la dispersion de leurs avoirs leur vaut des « coûts » supplémentaires; mais en contrepartie, ils y gagnent de gérer désormais un portefeuille de risques plus diversifié.

Si la société de capitaux à actionnariat dispersé est devenue la formule dominante de l'économie contemporaine, nous le devons non pas à une perversion des structures capitalistes, mais au fait que plus une société est riche, et donc plus les enjeux industriels sont élevés, plus il devient important de disposer de formules efficaces de réduction des risques.

La Bourse, instrument de police externe des managers

L'idée sur laquelle nous vivons depuis la parution des ouvrages de Galbraith, est que le développement des « technostructures managériales » invalide l'hypothèse que les gestionnaires de la firme rechercheraient la maximisation du profit. Alors que, dans la firme entrepreneuriale, celui qui prend une décision en supporte intégralement les conséquences financières et patrimoniales, celles-ci, dans l'entreprise managériale, retombent conjointement sur un grand nombre d'individus. Si, par exemple, une mauvaise décision coûte 100, et si l'auteur de cette décision n'est propriétaire que de 5 % des actions, la sanction individuelle de cette erreur n'est que de 5, alors que dans le cas d'une firme individuelle elle aurait été de 100. On est donc en droit de penser que si la firme avait été gérée par

un entrepreneur à 100 %, cette erreur aurait eu beaucoup moins de chances d'être commise. Se payer un bureau plus somptueux, un siège social futuriste, fortifier son statut social par des investissements paraprofessionnels, ou capter l'attention des médias par des prouesses techniques non économiquement justifiées (les « Concorde » privés), autant de décisions qui coûtent moins cher au gestionnaire de l'entreprise managériale qu'à celui de la firme entrepreneuriale. Faut-il en déduire que la séparation de la propriété et de la gestion conduit à l'affaiblissement du rôle régulateur du marché et du profit au regard des objectifs de gestion de l'entreprise?

La réponse est non. Ceux qui critiquent la grande entreprise contemporaine oublient le rôle essentiel que joue la Bourse en tant que système complexe de contrôle, de discipline et de sanction des équipes dirigeantes.

Lorsque les dirigeants d'une société cotée en Bourse gèrent mal leur affaire, la valeur du titre baisse. Cependant, la baisse du titre est généralement plus faible que ne le justifierait la chute des résultats financiers. Ce paradoxe s'explique aisément si l'on tient compte qu'une action est un titre de propriété qui comporte deux volets : d'une part, un droit de partage sur les profits de l'entreprise (le « droit au dividende »); d'autre part, un « droit de vote », celui de voter pour la reconduction de l'équipe dirigeante en place, ou pour son remplacement.

Le volet « dividende » a une valeur en soi. C'est la valeur capitalisée des dividendes que l'actionnaire s'attend à percevoir dans le futur. Le « droit de vote » a une valeur qui est nulle pour ceux qui se préoccupent fort peu d'exercer les prérogatives qui en découlent. Mais il y a des gens pour qui cette valeur est loin d'être négligeable : ceux qui se disent qu'en prenant la place des dirigeants actuels, ou en les remplaçant par d'autres, il serait possible de rétablir la situation et d'enregistrer demain de forts gains de plus-value.

Ces personnes, qui peuvent faire partie de l'entreprise

(certains directeurs en désaccord avec la politique de leur P-DG), ou lui être extérieures (des concurrents), ne peuvent arriver à leurs fins que si elles réussissent à réunir une nouvelle majorité à l'assemblée générale. Pour cela elles sont prêtes à racheter les actions à un prix plus élevé que la valeur que les actionnaires minoritaires et passifs accordent aux dividendes futurs qu'ils s'attendent à recevoir, généralement sur la base des dividendes distribués dans le passé. Et elles sont prêtes à accorder ce « surprix » parce que, disposant d'informations que les autres n'ont pas, elles attendent de cette dépense qu'elle leur rapporte demain des bénéfices beaucoup plus substantiels.

Imaginons une entreprise dont les résultats ne sont pas bon. Il s'agit ou bien d'une firme dont les difficultés s'expliquent par les conditions particulières de son marché (industrie en déclin, récession sectorielle...), ou bien d'une entreprise mal gérée. Dans le premier cas, aucune autre équipe de direction ne peut faire mieux. Conséquence : la valeur attachée au droit de vote est nulle. Dans le second cas, le droit de vote attaché à la détention d'un titre de propriété acquiert une valeur positive pour ceux qui savent que les mauvais résultats sont le produit d'un mauvais management. Les deux attributs de l'action évoluent alors en sens inverse : plus l'entreprise s'enfonce dans les difficultés, plus la valeur financière du titre décline, cependant que la valeur du droit de vote augmente en proportion des plus-values susceptibles d'être réalisées par un management plus efficace. Il devient donc de plus en plus intéressant pour un nombre croissant de propriétaires de titres de céder leurs parts à ceux qui, contre toute logique apparente, s'en portent acheteurs en déclenchant par exemple des procédures d'Offre Publique d'Achat (OPA). Un mécanisme automatique de correction se déclenche – dès lors que la mauvaise gestion d'une entreprise dépasse le seuil critique.

Ce mécanisme implique qu'il n'est absolument pas

indispensable que les détenteurs de titres se préoccupent activement de surveiller directement la gestion de leurs dirigeants. Le marché, avec tous ses intermédiaires et spécialistes, exerce cette fonction pour eux et d'une façon bien plus efficace qu'eux-mêmes ne pourraient le faire. Ou bien le management en place prend conscience de la menace qui pèse sur son avenir professionnel et il adopte les mesures de redressement nécessaires (s'il en a les capacités); ou bien il est un jour où l'autre contraint de passer la main (ce qui risque notamment d'avoir des répercussions fâcheuses sur sa carrière future). Dans les deux cas, c'est le mécanisme anonyme du marché financier et du « marché des votes » qui, par la voie des décisions d'un très grand nombre de gens agissant en fonction de ce qu'ils estiment être leur intérêt personnel, garantit que les ressources de l'entreprise seront bel et bien gérées par ceux qui sont susceptibles d'en faire l'usage le plus efficient – et le plus rentable pour les actionnaires. Dans une économie où l'actionnariat est une institution très répandue, et où le marché financier est organisé de façon à offrir aux propriétaires d'actions les moyens de gérer leurs portefeuilles avec le maximum d'efficacité, la liberté dont l'actionnaire dispose pour vendre ses titres sur des marchés où le cours de l'action reflète la valeur que des spécialistes accordent à la qualité de gestion des équipes dirigeantes en place, impose en réalité de sérieuses limites au pouvoir discrétionnaire dont sont prétendument investis les managers des grandes sociétés.

Certains objectent que le processus ainsi décrit prend nécessairement beaucoup de temps, et que, pendant ce temps, les actionnaires, disent-ils, sont victimes d'une situation dont on pourrait faire l'économie s'ils étaient plus étroitement associés aux décisions, ou du moins plus régulièrement informés. D'où le projet de mesures législatives ou réglementaires qui contraindraient les entreprises à associer plus étroitement les actionnaires, ou leurs représentants, à la gestion.

Le problème est de savoir si, par des moyens réglementaires, il est vraiment possible de faire mieux qu'en s'en remettant au fonctionnement spontané du marché boursier. L'expérience montre que non. Il y a quelques années, aux États-Unis, les pouvoirs publics ont modifié le régime de la société anonyme afin d'y réduire la part de pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Pour cela, on a imposé la présence dans les conseils d'un certains nombre d'administrateurs extérieurs (William's Act). Le lendemain, tous les titres des sociétés concernées ont baissé. Si vraiment la réforme engagée avait amélioré la situation des actionnaires, les cours auraient dû monter. Qu'ils aient baissé est une preuve de ce qu'il ne faut en réalité rien attendre de tels procédés. La réaction de la Bourse est encore le meilleur de tous les critères.

Toutes ces sécurités que les réglementations veulent ajouter au marché, tous ces « porte-paroles » qu'elles voudraient donner aux actionnaires, existent déjà : ce sont tout simplement ces milliers d'agents spécialisés qui font le marché et dont l'activité quotidienne permet de sanctionner le management, dès que sa gestion se révèle paresseuse ou défaillante.

Autre objection : monter des OPA et les réussir est souvent d'un coût si élevé qu'il ne peut s'agir que d'opérations exceptionnelles.

C'est vrai. On ne fait pas une OPA tous les jours. Dans bien des pays, comme la France, ce sont des « coups » rarissimes. Mais là encore, à qui la faute? C'est souvent l'État lui-même qui, par le jeu de ses règlements financiers, boursiers et fiscaux, rend ces opérations extrêmement coûteuses et dissuasives alors que, dans d'autres conditions, les candidats ne manqueraient pas. Par exemple, le fonctionnement des OPA pose un problème classique de « passager clandestin » : le petit actionnaire informé d'une OPA, et qui estime qu'elle va réussir, n'a aucun intérêt à vendre ses actions afin de tirer lui aussi un profit des gains qui résulteront de l'amélioration de la