

Les fausses promesses de l'actionnariat salarié

Avant d'être submergé par la tourmente du CPE, le gouvernement avait annoncé une loi pour encourager l'actionnariat salarié, c'est-à-dire la détention par les salariés d'actions de l'entreprise qui les emploie. Est-ce une bonne idée ? Rien n'est moins sûr, quel que soit le point de vue adopté.

L'intérêt financier de tout salarié est d'avoir le moins de corrélation possible (toutes choses égales par ailleurs) entre les risques qui pèsent sur son revenu et ceux qui affectent son épargne, faute de quoi il aura trop d'œufs dans le même panier. On se souvient d'Enron, dont les salariés avaient perdu en même temps leur emploi et leurs économies : fin 2000, leur plan de retraite était investi à près de 60% en actions Enron, devenues sans valeur un an plus tard – et encore, d'autres plans de retraite étaient à l'époque encore plus surpondérés en actions propres, comme ceux de Coca-Cola (81%), Pfizer (85%) ou Procter & Gamble (95%).

Effets pervers potentiels. La recherche d'une diversification du risque devrait plutôt encourager les salariés à investir partout ailleurs que chez leur employeur ! S'ils ne le font pas, c'est à cause des incitations créées par la fiscalité et les employeurs eux-mêmes, mais aussi de biais de perception qui font le bonheur des chercheurs en finance comportementale : les salariés croient à tort que l'action de leur employeur est moins risquée que celles des autres entreprises voire qu'un portefeuille diversifié (comme l'illustrent des enquêtes du fonds Vanguard), et quelques exemples de réussites comme Bouygues ou Microsoft sont plus visibles que les nombreux cas où l'actionnariat salarié se révèle un placement décevant : bref, les salariés ont tendance à le considérer comme une meilleure affaire qu'il n'est réellement.

Par ailleurs, le fait d'être actionnaire ne modifie guère la spécificité des intérêts du salarié dans sa relation de travail (qu'on pense seulement aux phases de restructuration) ; et l'effet de protection contre les OPA hostiles ne vaut pour les salariés que dans la mesure où le succès de celles-ci irait contre leurs intérêts, ce qui est loin d'être toujours le cas.

Qu'en est-il du point de vue de l'entreprise ? Dans les petites entreprises de croissance où chacun peut avoir une influence non négligeable sur la valeur globale, l'attribution d'actions ou d'options introduit une incitation logique et efficace. Mais dès lors qu'une certaine taille est dépassée, cet aspect ne concerne qu'une frange limitée de dirigeants, avec en outre des effets pervers potentiels illustrés par les excès de 1999-2000. L'intéressement et la participation peuvent à l'évidence contribuer à l'alignement des intérêts de l'entreprise et de son personnel, mais cela n'implique pas qu'il faille distribuer ces « dividendes du travail » sous forme d'actions.

L'attribution d'actions gratuites en franchise d'impôt coûte à la fois aux actionnaires existants (qui se retrouvent dilués) et au contribuable, même si ces coûts sont peu ressentis car largement invisibles. Et l'effet sur la gouvernance est discutable : les salariés risquent d'être dépendants de la direction dans leurs décisions d'actionnariat, et donc d'agir selon les intérêts du management plutôt que l'intérêt social. Les hésitations du gouvernement à préciser la place des actionnaires salariés dans les conseils d'administration reflètent en partie cette ambiguïté.

Au point de vue de l'allocation de l'épargne nationale, là encore l'enthousiasme ne peut être que limité. La promotion de l'actionnariat salarié n'est pas la meilleure pédagogie à l'heure où les Français doivent réfléchir à leur épargne retraite individuelle. Elle ne favorise guère la constitution de fonds de pension et d'investisseurs institutionnels nationaux puissants, qui sont pourtant de plus en plus nécessaires. Elle accroît encore la complexité et les distorsions qui caractérisent notre législation de l'épargne, là où les Français auraient besoin d'une réduction du nombre de « niches » pour mieux faire jouer la concurrence entre différentes offres de gestion financière. Et, en cas de future déconvenue boursière où des salariés perdraient massivement leur épargne (à la Enron), elle augmente le risque d'un retour de bâton politique contre l'investissement en actions en général, ce qui serait désastreux.

Prendre appui sur le marché. On peut s'interroger enfin sur la vision du système financier que projette le gouvernement, comme lorsque le Premier ministre déclarait le 1^{er} mars qu'« *un capital dispersé, c'est un risque majeur pour l'indépendance de nos sociétés* ». Cette vision est dangereuse, car hostile aux investisseurs institutionnels qui sont pourtant ce qu'on a trouvé de mieux pour allouer efficacement l'épargne sur les marchés d'actions. Un patriotisme économique bien compris ne devrait pas consister à chercher (vainement) à verrouiller le capital des grandes entreprises, mais plutôt à prendre appui sur le marché pour mieux accompagner la croissance des sociétés les plus prometteuses.

Certes, il faut relativiser l'enjeu, car les mesures proposées dans le pré-projet de loi n'auront que des conséquences limitées, et d'autres dispositions du même texte sont bienvenues. Mais s'il est important d'encourager l'épargne (diversifiée) en actions, il n'en va pas de même pour l'actionnariat salarié dont le bilan coûts-avantages, au moins dans les grandes entreprises, apparaît globalement négatif.

(*) Research Fellow au sein de Bruegel, centre indépendant de recherche et de débats sur les politiques économiques en Europe, et associé de la société de conseil ECIF.