



L'ACTIONNARIAT SALARIÉ : L'ANALYSE AMÉRICAINE APPLIQUÉE À AIR FRANCE

JEFFREY N. GORDON*

Dans le cadre de la récente privatisation partielle d'Air France, les salariés ont reçu approximativement 10 % du capital social de la société. Ceci inclut 7 % reçu par les pilotes au titre de l'accord de juin 1998, qui a mis fin à une grève, et une acquisition de 3 % du capital par l'ensemble des salariés lors de l'introduction en bourse d'environ 30 % du capital d'Air France en février 1999. Dans beaucoup de sociétés cotées, un bloc d'actions soudé de 10 % pourrait bien exercer une influence significative sur la conduite de l'entreprise. Mais le gouvernement français détient encore plus de 60 % du capital d'Air France et s'est engagé à maintenir une participation majoritaire au moins jusqu'à fin 2003. La question est de savoir si, dans ces circonstances, l'actionnariat salarié peut avoir un poids dans la performance d'Air France, y compris - mais sans s'y limiter - dans une meilleure gestion des relations de travail souvent tendues.

J'ai montré par le passé que l'actionnariat salarié avait pu faciliter les transitions économiques, prenant comme exemple l'industrie américaine du transport aérien suite à la déréglementation des tarifs, de l'accès et de la structure des couloirs aériens en 1978¹. Dans la plupart des cas

(mais pas toujours) ces accords, par lesquels les salariés reçoivent des actions en échange de concessions exigées par le nouvel environnement concurrentiel, ont contribué utilement à la transition. L'opération la plus remarquable fut l'acquisition menée par les pilotes de parts majoritaires de *United Airlines* en 1994, grâce à laquelle les salariés ont obtenu des sièges au conseil d'administration et des droits significatifs de participation à la gestion de l'entreprise ainsi qu'une part majoritaire au capital. Un des objectifs était de catalyser un changement culturel dans le mode de fonctionnement de *United*, afin que la société puisse être compétitive face aux transporteurs à coûts bas sur des marchés importants. Jusqu'ici, *United* a montré que la société était capable d'une performance hautement rentable dans sa structure particulière d'actionnariat salarié, même si des circonstances économiques exceptionnellement favorables doivent inciter à la prudence.

L'actionnariat salarié à Air France survient dans un contexte de transition différent, le retrait de l'actionnariat d'Etat (donc la fin de la contrainte « souple » de budget, autorisée par une subvention implicite de l'Etat en cas de pertes). Mais la nécessité de s'ajuster aux nouvelles réalités concurren-

* Alfred J. Bressler Professor of Law, Codirecteur, *Center for Law and Economic Studies* Columbia University.

tielles se rapproche de l'expérience de la déréglementation américaine. La protection contre la concurrence et la structure de tarifs plus élevés de la réglementation à l'américaine, équivalaient à une forme de soutien gouvernemental semblable, dans ses effets économiques, à la subvention d'Air France par l'État. Le mouvement vers un nouveau régime économique nécessite un réajustement des attentes des salariés si la compagnie aérienne doit survivre et prospérer. L'intérêt particulier de l'actionnariat salarié dans un tel environnement de transition réside dans le fait qu'il aide à la résolution des problèmes de négociations sociales qui peuvent s'avérer économiquement destructeurs.

L'actionnariat salarié est habituellement conçu comme contribuant à l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires, donc de l'entreprise. Dans les faits, en tant que pur dispositif d'incitation, l'actionnariat salarié est imparfait par rapport à d'autres systèmes de rémunération variable tels les primes d'objectifs ou l'intéressement aux bénéficiaires. Ces formes de rémunération peuvent être adaptées à des objectifs spécifiques, ou encore cibler les résultats d'un centre de profit particulier plutôt que l'entreprise dans son ensemble ; elles relient plus étroitement la rémunération aux décisions et aux performances que les salariés sont en mesure d'influencer. Les salariés ont traditionnellement peu de prise sur les décisions stratégiques qui déterminent la rentabilité de l'entreprise et affectent le cours de l'action.

Par ailleurs, dans la plupart des systèmes d'actionnariat salarié, les employés ne peuvent pas bénéficier directement de l'appréciation de leurs actions avant leur retraite ou leur départ de l'entreprise. Si on reconnaissait aux employés le droit de vendre leurs actions librement, ils pourraient rapidement liquider leurs participations et l'entreprise perdrait alors les effets de motivation économique d'une participation continue. La rétention des actions

présente l'inconvénient de différer les gains économiques, ce qui mine les effets sur la motivation. Aux États-Unis, par exemple, les *stock options* reçues par les cadres dirigeants peuvent en général s'exercer après deux ans d'investissement, tandis que l'opération d'actionnariat salarié typique donne aux salariés un actif qu'ils ne peuvent monnayer avant leur départ, ou la retraite.

Coûts de la transition

Une question majeure dans toute transition économique tourne autour de la manière dont les coûts d'ajustement seront répartis entre les différentes parties prenantes. En redéfinissant les politiques salariales, le nombre de licenciements, et d'autres arrangements y compris l'actionnariat, il serait possible en théorie, dans les sociétés concernées, de traiter la question de la répartition du coût entre les propriétaires de l'entreprise et ses employés en termes d'« équité » ou de « justice ». D'après moi, cette vision est erronée. Les entreprises varient énormément entre elles quant à leur capacité à alléger la transition : la position des employés particuliers au sein de ces entreprises diffère, et les avantages financiers peuvent ainsi être répartis de façon quelque peu aléatoire. Par ailleurs, le fait de recevoir des actions, quel que soit leur montant, dans une entreprise menacée, ne répond pas à des questions-clé, telles la portabilité des avantages ou l'assurance de la stabilité de l'emploi. « La Justice » est une exigence par rapport à la société dans son ensemble qui ne dépend, ni ne requiert, des décisions localement justes de la part de chaque institution économique.

D'un autre côté, les employés dans beaucoup d'industries sont dans des situations stratégiques, qui empêchent les actionnaires (ou l'État propriétaire) de les obliger à supporter tous les coûts d'ajustement. C'est



particulièrement le cas dans l'industrie du transport aérien. L'économie du transport aérien rend les grèves coûteuses, et dangereuses pour une entreprise confrontée à des difficultés financières. La plupart des coûts sont fixes et les variations du revenu influent donc directement sur le résultat. Ainsi, des réductions relativement faibles dans la capacité de l'entreprise à voler à plein régime, avec son efficacité habituelle, affectent rapidement la capacité bénéficiaire. Pour cette raison, les actionnaires et les salariés ont un monopole bilatéral sur les flux de trésorerie d'une compagnie d'aviation, et des salariés organisés sont dans une position de force dans les négociations. Ainsi, hors de toute conception particulière de justice, le rapport de force dans la négociation implique un certain partage des coûts de la transition.

Dans une telle situation, l'actionnariat salarié est d'une valeur particulière, car il peut faciliter les négociations sur des questions difficiles de transition, à la fois dans la négociation initiale et, si les circonstances l'exigent, dans les négociations suivantes. Il y a deux éléments-clé qu'un accord d'actionnariat peut apporter : d'abord, la validation de l'information sur la situation économique réelle de l'entreprise, et ensuite, un mécanisme crédible de partage des gains.

La validation de l'information

Prenons l'exemple où l'actionnariat salarié est le fruit d'un échange de concessions des personnels contre des actions. C'est par ce biais que les pilotes d'Air France ont acquis 6,5 % du capital. Dans ce scénario, la direction affirme généralement que la survie de l'entreprise dans un environnement nouveau, sans subvention du gouvernement, nécessite un changement dans la structure des salaires. Les salariés seront sans doute méfiants quant au principe et au niveau des concessions

demandées. Un accord d'actionnariat contribue à surmonter l'écart d'information (et rend plus probable un accord) en favorisant une valorisation crédible de l'entreprise de la part des dirigeants. Si les dirigeants sont tentés d'exagérer le côté négatif des perspectives de l'entreprise, les travailleurs insisteront pour obtenir davantage d'actions en échange d'un niveau donné de concessions salariales. Inversement, si les dirigeants annoncent une valeur élevée des actions, alors les travailleurs accepteront des coupes salariales proportionnellement plus faibles. Comme les dirigeants ne veulent ni diluer inutilement l'intérêt des autres actionnaires, ni payer des salaires plus élevés que nécessaires, l'utilisation d'actions ordinaires entraînera une révélation plus crédible de l'évaluation des perspectives de l'entreprise par les dirigeants.

Mise à part une éventuelle tromperie de la part des dirigeants, le niveau futur de la rentabilité de l'entreprise est fortement incertain pendant la période de transition. Si les résultats s'avèrent plus élevés que prévus, les employés qui ont accepté des concessions salariales peuvent se sentir floués ; les dirigeants peuvent malgré tout imposer des niveaux de salaire basés sur une estimation prudente des recettes. L'utilisation d'actions réduit la motivation à leur tenir tête, du fait de cette incertitude. Que l'entreprise soit performante ou non, le résultat sera partagé entre les employés actionnaires et les autres actionnaires. Par ailleurs, les employés savent que s'il s'avère qu'ils ont trop concédé en termes de salaires, le cours de l'action montera et ils partageront les gains. Inversement, si les employés n'ont pas fait de concessions suffisantes (les salaires étant trop élevés), le cours de leurs actions en souffrira. L'utilisation d'actions atténue les effets de l'incertitude concernant les résultats de la répartition des coûts, et rend ainsi plus facile la conclusion d'un accord.

La validation des mécanismes de compensation

En théorie, ces différents aspects des échanges de concessions salariales contre des actions peuvent être reproduits à travers un accord de rémunération variable qui n'implique pas d'actionnariat. Par exemple, un arrangement de partage des bénéfices pourrait être un substitut plausible à l'actionnariat ordinaire et présente certains avantages. Comme nous l'avons souligné plus haut, le partage des bénéfices peut être ajusté à la performance dans un centre de profit, plutôt qu'au niveau de l'entreprise tout entière, ce qui lie davantage la rémunération à la performance ; le partage des bénéfices peut aussi protéger les employés contre le risque d'une chute du cours de l'action résultant d'une baisse générale du marché. Le point faible d'un partage des bénéfices, cependant, réside dans les multiples définitions possibles du profit et les multiples occasions de manipulation dans le *reporting* des résultats d'exploitation qui nourrissent le calcul des bénéfices. Des fonds peuvent aussi être détournés en vue d'une restructuration ou d'un refinancement. Le risque d'une manipulation opportuniste sera grand - et la crainte de celle-ci encore plus grande - dans un environnement où les soucis de la réputation sont minés par l'évolution concurrentielle qui, au départ, a conduit à la négociation de la transition. Ce qui rend l'actionnariat précieux, c'est qu'il offre aux employés l'assurance, plus crédible que les systèmes alternatifs de rémunération subordonnée, d'une rémunération liée à la performance de l'entreprise. Le cours de l'action est une mesure publiquement disponible de la rentabilité de l'entreprise qu'il est difficile de manipuler. Les actions ordinaires ont la particularité rassurante d'avoir les mêmes droits que celles détenues par les autres actionnaires, y compris les actionnaires publics, et ainsi, les employés savent qu'il y a des contrôles inter-

nes (le conseil d'administration) et des contrôles externes (les analystes) qui ont un intérêt dans l'intégrité de cette mesure de rentabilité.

En somme, un accord d'actionnariat salarié peut ajouter de la valeur par d'autres biais que ses effets sur la motivation. Son mérite particulier dans une période de transition (et peut-être de façon plus large) est de s'attaquer à des disparités d'information et à l'incertitude. Un choc de transition bouleverse les hypothèses conventionnelles concernant les niveaux de salaire et la valeur de l'entreprise. Dans de tels cas, l'actionnariat salarié peut faciliter les renégociations en fournissant un cadre pour le partage des pertes, et des bénéfices éventuels, dans le nouvel état du monde.

Les problèmes courants de la transition

Une restructuration typique d'entreprise est communément supposée être un événement unique. Mais dans un environnement économique dynamique, les ajustements consistent rarement en une restructuration unique, où le coût du travail est simplement revu et l'entreprise repart avec une nouvelle structure des coûts. Parfois, surtout dans des situations de négociation collective, des concessions des travailleurs sont seulement consenties sur une base temporaire, et par la suite les salaires retrouvent brusquement leur niveau préexistant, voire le niveau moyen du secteur au moment de la nouvelle négociation. Le plus souvent, les implications d'une transition majeure ne sont pas immédiatement apparentes, de sorte que des ajustements supplémentaires deviennent nécessaires avec le temps. Dans un contexte de changement économique aigu, on peut facilement prévoir un besoin continu de renégociation des salaires, du nombre des employés, et de l'organisation du travail, y compris les règles de travail



qui affectent la productivité. Un accord d'actionnariat salarié peut mettre en place des structures de gouvernement d'entreprise et des incitations économiques qui réduisent la probabilité d'échec dans les négociations successives sur les coûts inhérents à la transition.

Aux États-Unis, les accords d'actionnariat salarié ont souvent été accompagnés d'une représentation des salariés au conseil d'administration, dont l'avantage majeur est de fournir aux employés une information crédible sur l'état de l'activité et des finances de l'entreprise. Les représentants des salariés au conseil d'administration reçoivent la même information que les autres administrateurs². Les administrateurs de la société exigeront un certain niveau d'information et sa fiabilité, à la fois dans un souci de préserver leurs réputations personnelles et parce qu'ils peuvent être poursuivis individuellement pour manquement au devoir de diligence dans l'investigation de faits douteux ou inquiétants concernant l'entreprise. Cette présence des salariés est particulièrement utile au cas où une entreprise est en situation de détresse économique. La révélation des informations sur la situation réelle de l'entreprise, combinée avec une représentation des salariés au conseil, sur la situation réelle de l'entreprise, signifie que les employés et les dirigeants négocieront sur la base d'une information commune et crédible, réduisant ainsi le risque que les parties négocient à partir de points de vue radicalement différents sur la condition financière de l'entreprise, et limitant aussi le risque d'une discussion d'apparence, ou réelle, mauvaise foi.

Dans le cas d'Air France, les salariés obtiennent une représentation significative au conseil d'administration à travers la loi de privatisation, qui pourra au final inclure un siège supplémentaire pour les pilotes. Néanmoins, l'actionnariat salarié, obtenu soit à travers un échange de concessions salariales contre l'attribution

d'actions, soit par achat direct, offre une voie claire pour aborder les problèmes d'information, et ceci parce que la transformation des employés en actionnaires fait du cours de l'action une référence commune crédible en termes des perspectives d'activité de l'entreprise. L'information financière publique est souvent difficile à interpréter, et malgré la protection anti-fraude des lois sur les valeurs mobilières, elle n'est pas toujours crédible - en partie, comme peut le constater même un lecteur occasionnel d'états financiers, car les ajustements, hypothèses et notes ne permettent pas une interprétation simple. Le cours de l'action distille cette information, la débarrasse des efforts des dirigeants à embellir ou camoufler les faits, et communique la bonne, ou mauvaise, performance de l'entreprise. Un mouvement négatif du cours de l'action peut fournir un signal concernant la nécessité d'un ajustement transitoire qui est relativement peu sensible à une éventuelle manipulation de la part des dirigeants. Un accord d'actionnariat salarié change dramatiquement la relation des employés au cours de l'action. Celui-ci devient le point focal des discussions au travail et la détention d'actions peut être l'occasion de discuter des rapports financiers reçus par courrier. Par ailleurs, un signal largement accepté sur la condition d'une entreprise et ses perspectives, peut aussi servir à réduire les conflits parmi les multiples groupes des salariés dans leur partage de la valeur créée par l'entreprise. Ainsi, au-delà de la participation des salariés à la gestion de l'entreprise, l'actionnariat salarié peut réduire les problèmes d'information, et contribuer ainsi à la réussite des négociations.

Après un accord d'actionnariat salarié, les employés auront deux intérêts économiques à protéger, les revenus créés par leurs emplois et la valeur de leurs actions. La présence de cet intérêt économique supplémentaire facilitera un accord sur des questions à venir concernant la transition.

Les employés savent qu'au moins certaines de leurs concessions salariales leur reviendront sous forme d'une amélioration de la valeur des actions qu'ils détiennent. Sans un accord d'actionnariat préalable, leur intérêt dans un ajustement futur résiderait uniquement dans le maintien de leur emploi. Ainsi, l'actionnariat réduit l'élément contractuel de redistribution, comme nous l'avons déjà évoqué, et rétrécit le champ d'un règlement négocié. Cela ne veut pas dire, bien entendu, que les salariés acceptent de gaieté de cœur des baisses de salaires, dans l'attente d'une hausse compensatoire du cours de l'action. Le lien entre les niveaux des salaires de l'entreprise et le cours de l'action est loin d'être mécanique. Néanmoins, un accord préalable d'actionnariat peut rendre les salariés plus compréhensifs lors des ajustements ultérieurs de transition, car ils observeront l'impact positif sur les actions qu'ils détiennent déjà. De telles transactions devraient ainsi réduire les risques d'échec des négociations.

La permanence de l'actionnariat salarié

Un des problèmes majeurs rencontrés par les plans d'actionnariat salarié porte sur la manière de prévenir la revente immédiate par les salariés de leurs parts. Aux Etats-Unis, la solution a consisté à placer les actions des salariés dans un fonds de retraite, qui engage les employés sur le long terme. Mis à part des incitations à long terme, cette structure peut, dans un cas comme United Airlines, sécuriser les droits des employés dans le gouvernement de l'entreprise. L'accord avec les pilotes d'Air France a pris une autre direction, permettant une revente partielle après deux ans et levant toute restriction après sept ans. Ceci permet aux employés de percevoir plus rapidement les gains d'une appréciation du cours de l'action à moyen terme. A mon avis, ce système fournit une

motivation plus forte et un alignement plus puissant sur les intérêts des actionnaires que dans les dispositifs typiques mis en place aux Etats-Unis, car il ne diffère pas indéfiniment les gains. Les plans de *stock options* pour les cadres dirigeants sont bâtis sur des scénarios de deux à dix ans ; il est raisonnable de penser les objectifs financiers des salariés en des termes similaires. En revanche, les plans de *stock options* pour les dirigeants sont constamment actualisés par de nouvelles distributions. Si les employés n'acquièrent pas d'autres actions, la vente de leurs parts réduira les bénéfices en information et en participation procurés par leur actionnariat.

La représentation des salariés au conseil d'Air France ne dépend pas d'un niveau quelconque d'actionnariat. Mais la vente d'actions par les employés pourrait exacerber le décalage entre la participation à la gestion de l'entreprise et la participation économique. Au fur et à mesure que l'actionnariat salarié diminue, diminue aussi l'intérêt des représentants des salariés au conseil d'administration dans la valorisation des titres (par rapport à d'autres sources de rémunération). Le cours de l'action perdrait aussi sa valeur de référent commun pour la performance de l'entreprise et donc sa capacité à focaliser l'attention des salariés sur les conditions économiques qu'ils partagent avec les actionnaires.

Aux Etats-Unis, les accords d'actionnariat salarié ont joué un rôle utile dans l'ajustement des compagnies d'aviation à la déréglementation. Le succès n'est pas universel, comme le démontrent la faillite de Eastern Airlines et les problèmes continus de TWA. L'actionnariat salarié n'est pas non plus « la panacée », comme on peut le constater dans les difficultés post-privatisation des entreprises en Europe de l'Est. La privatisation d'Air France est plus proche de l'expérience américaine que de celle en



Europe de l'Est, car les actions d'Air France seront négociées dans un marché financier bien développé, et que les normes françaises de gouvernement d'entreprise sont aussi bien développées. Jusqu'ici, le rôle de l'actionnariat salarié chez Air France a été mo-

deste. A mon avis, il pourrait bien devenir plus important en facilitant la transition du statut d'entreprise publique vers celui d'acteur pleinement concurrentiel dans le marché particulièrement dynamique du transport aérien mondial.

NOTES

1. Voir Jeffrey N. Gordon, *Economic Stock Ownership in Economic Transitions : The Case of United Airlines*, dans Klaus J. Hopt et al. éditions., *Comparative Corporate Governance : The State of the Art and Emerging Research* (1998) ; —, *Employee Stock Ownership as a Transition Device : The Case of the Airline Industry*, dans Darryl Jenkins, éd., *The Handbook of Airline Economics* 575 (1996).

2. Il convient de mentionner une lacune potentielle. Il est possible qu'une partie du travail du conseil puisse être déléguée à des commissions qui excluent les administrateurs employés. Des dispositions explicites concernant le rôle des commissions et l'implication des administrateurs employés seraient éventuellement nécessaires pour préserver la confiance.



