

**NB : This is a penultimate version.
For the final version, please refer yourself to :**

**“La propriété peut-elle justifier la primauté actionnariale?”,
in B. Rogé (ed.), *L’entreprise, formes de la propriété et responsabilités sociales*
Paris: Lethielleux, 2012, pp. 439-467**

La propriété peut-elle *justifier* la primauté actionnariale ?

Axel Gosseries*

« - Et que fais-tu de ces étoiles ?
- Ce que j’en fais ?
Oui.
Rien. Je les possède.
Tu possèdes les étoiles ?
Oui.
Mais j’ai déjà vu un roi qui...
Les rois ne possèdent pas. Ils “règnent” sur. C’est très différent. »¹

Résumé :

Sans rejeter totalement la possibilité que l’entreprise/société puisse avoir un propriétaire, et que ce propriétaire puisse éventuellement être l’actionnaire, nous défendons un double argument. Nous montrons d’une part que l’idée de propriété de l’entreprise ne peut servir à justifier la primauté actionnariale. D’autre part, une idée de propriété dont l’objet serait plus élémentaire – la propriété des actions –, n’est pas non plus en mesure de jouer un rôle significatif dans la justification de la primauté actionnariale.

* *Philosophe et juriste, chercheur qualifié du FNRS, Professeur à l’université de Louvain (UCL). Je tiens à remercier le Collège des Bernardins qui nous a offert un cadre de réflexion remarquable sur la question de la propriété et de l’entreprise. Je remercie aussi le FNRS et la BNB pour leur soutien financier. Certaines des idées exposées dans le présent texte ont été présentées à différentes occasions, et notamment à Berlin (mai 2006), Dublin (mai 2006), Manchester (sept. 2006), Paris (déc. 2007, juin 2008, mars 2010), Bergen (mai 2009), Rio de Janeiro (mars 2010), Rennes (mai 2010), Lisbonne (avril 2011), Waltham (Mass., mai 2011) et Leuven (sept. 2011). Ce texte ne serait que l’ombre de lui-même sans les nombreuses interactions dont j’ai pu bénéficier lors de ces diverses présentations. Ma gratitude va aussi tout particulièrement à V. Aubert, H. Culot, Y. De Cordt, O. Favereau, Th. Ferretti, A. Hatchuel, N-H. Hsieh, W. Hussain, J. Moriarty, H. Pourtois, L. Putterman, B. Segrestin, J-Ph. Robé, B. Roger et à I. Ferreras avec qui j’ai coordonné le Workplace Democracy Workshop à Louvain (UCL).*

¹ de Saint-Exupéry (1943 : chap XIII)

Introduction

1. Comprendre la nature des injustices de notre monde et ciseler les remèdes qu'il importe d'y appliquer exige une analyse approfondie de la réalité économique et de ses discours de légitimation. Il faut ensuite le courage d'agir et de changer ce qui doit l'être. Au cœur de cette réalité économique, l'entreprise occupe une place centrale. Et au sein de cette entreprise se noue une tension entre divers acteurs, en particulier les travailleurs, les actionnaires et les managers. Pour un philosophe politique se penchant tant sur l'extension de l'idée de procédure démocratique que sur les injustices distributives, analyser la relation capital-travail telle qu'elle se joue dans l'entreprise constitue donc une nécessité. Car à côté d'autres facteurs – telle la fiscalité différentielle capital/travail – il y a fort à parier que le mode d'organisation interne de l'entreprise affecte significativement ce que chaque type d'acteur est susceptible d'en retirer. Pensons par exemple aux écarts bien souvent scandaleux entre la rémunération de l'employé(e) de base et celle de son (ou sa) patron(ne). Comparer et comprendre différents modes d'organisation, qu'il s'agisse de la société coopérative (SCOP), de la société anonyme (SA) ou d'une entreprise opérant sur le modèle de la co-détermination (Allemagne, Autriche), est dès lors essentiel pour tous ceux qui souhaitent proposer un modèle *normatif* d'organisation interne de l'entreprise.

Dans ce débat, la question de la primauté de l'actionnaire est centrale. Cette primauté se traduit tant par l'octroi d'un *pouvoir* privilégié à l'actionnaire dans les procédures de décision que par une définition de la *finalité* de l'entreprise comme alignée prioritairement sur les intérêts de ces actionnaires. Cette primauté est justifiée de différentes manières, en ce compris sur base d'arguments d'efficacité qu'il est possible de brancher ensuite sur des préoccupations distributives. L'affirmation d'une telle primauté est pourtant extrêmement problématique, à tout le moins pour ce qui est d'une série de justifications qui lui sont données. Et nous voudrions nous pencher ici sur *un* type de concept utilisé pour asseoir l'idée d'une telle primauté, celui de *propriété*. Notre question sera de déterminer s'il est légitime de recourir à l'idée de propriété pour *justifier* la primauté actionnariale.

Avant de poursuivre, il importe d'ajouter une précision de nature factuelle. Nous allons postuler ici que la primauté actionnariale est une réalité dans de nombreuses sociétés cotées en bourse. Ceci est cependant une affirmation contestée. Une partie de la littérature relative à la gouvernance d'entreprise est précisément préoccupée par l'idée d'une restauration des prérogatives de l'actionnaire face au pouvoir des managers. Hayek (1960) par exemple fait des propositions dans ce sens. De même, Bebchuck (2007) souligne le caractère peu réaliste d'une affirmation de la primauté actionnariale – entendue ici principalement comme droit de vote effectif – en droit des sociétés nord-américain, une situation qui appelle d'ailleurs selon lui des réformes. On peut par ailleurs se demander comment articuler l'idée de primauté de l'actionnaire et celle de souveraineté du client, nous plaçant potentiellement face à une entreprise bicéphale. Cette question sera elle aussi laissée de côté (Donada & Nogatchewsky, 2008).

1. Propriété ou souveraineté ?

2. L'idée de propriété peut paraître étrange lorsqu'elle prend pour objet une institution telle que l'entreprise/société. C'est en ce sens qu'il faut probablement comprendre les réflexions d'un auteur comme Walzer (1983, pp. 298-299). En établissant – pour les besoins de l'argument – un parallèle entre actionnaires et détenteurs d'obligations municipales, il souligne le fait que ces derniers n'en sont pas pour autant les *propriétaires* de la municipalité en question, au sens où quelqu'un pourrait être considéré comme le propriétaire d'un immeuble par exemple. Et il est vrai que l'idée qu'une société/entreprise puisse avoir un

LA PROPRIETE PEUT-ELLE JUSTIFIER LA PRIMAUTE ACTIONNARIALE ?

propriétaire, qui qu'il soit, peut susciter l'interrogation, autant que celle qui consisterait à affirmer qu'un État puisse avoir un propriétaire, qui qu'il soit (électeur, contribuable, propriétaire immobilier, etc.).

La difficulté est cependant de déterminer précisément *pourquoi* il s'agirait là d'objets auxquels le concept de propriété ne saurait s'appliquer. En effet, une fois mise en perspective une vision étroite de la propriété comme droit plénier sur une chose (au sens d'un droit dit « réel » recouvrant *usus, fructus et abusus*), tant la distinction entre droit réel (*in re*) et droit de créance (*ad rem*) que celle qui sépare propriété (*dominium*) et souveraineté (*imperium*) s'avèrent plus difficiles à défendre qu'on ne pourrait le penser à première vue. Si ma qualité de propriétaire d'une chose me permet d'empêcher quelqu'un d'autre d'en user, il est clair que « *dominium over things is also imperium over our fellow human beings* » (Cohen, 1927 : 13). Même s'il ne faut pas en nier les différences, le glissement de la propriété à la souveraineté n'est peut-être pas aussi *majeur* qu'on ne pourrait le croire. Ce qui compte *in fine*, c'est la décomposition de chacun de ces termes en un ensemble de prérogatives spécifiques, par exemple sur base d'une grammaire Hohfeldienne (Hohfeld, 1919). Considérons la proposition suivante :

« From this point of view, it can readily be seen that when a court rules that a gas company is entitled to a return of 6% on its investment, it is not merely protecting property already possessed, it is also determining that a portion of the future social produce shall under certain conditions go to that company. Thus not only medieval landlords but the owners of all revenue-producing property are in fact granted by the law certain powers to tax the future social product. When to this power of taxation there is added the power to command the services of large numbers who are not economically independent, we have the essence of what historically has constituted political sovereignty » (Cohen, 1927, p.13)

Si l'on montre que la notion de propriété recouvre au moins partiellement celle de souveraineté, il devient alors nettement moins problématique d'utiliser à l'inverse le concept de propriété pour désigner un ensemble de prérogatives généralement désignées par le recours à l'idée de souveraineté. À la réflexion, l'idée de propriété de soi (Nozick, 1974), ou de propriété d'un État, ne serait donc pas nécessairement dénuée de sens. Dans sa réplique au Petit Prince reprise en exergue de ce texte, le businessman met ainsi l'accent sur une distinction qui n'est peut-être pas aussi fondamentale qu'on pourrait le penser. Ceci étant dit, même si nous surestimons sans doute la robustesse conceptuelle de la distinction entre propriété et souveraineté, nous sommes conscients du fait qu'il ne faut pas sous-estimer l'importance rhétorique des questions de définition. Comme l'écrit Greenwood :

« The property metaphor rhetorically places corporations as foundations of human freedom instead of potentially powerful threats to it. Only by escaping the power of the metaphor can we begin to think more intelligently about the ways in which corporate bureaucracies must be directed, restrained, freed, and controlled to work for human interests. Corporations are political creations making political determinations about collective enterprises; the property metaphor helps to conceal the obvious democratic deficit in their decision-making processes » (2005, p.9).

Nous n'allons pas tenter ici un examen approfondi de la nature de la propriété. Il ne s'agit donc pas ici d'en proposer une décomposition à partir du droit romain (*usus, fructus, abusus*) ou des catégories Hohfeldiennes. Même si nous ne trouvons pas le concept de propriété particulièrement éclairant dans un tel contexte, il n'est pas certain que s'engager dans une tâche définitionnelle ou conceptuelle sur la nature de la propriété soit la seule ni la meilleure stratégie permettant de remettre en cause le prétendu lien entre propriété et primauté de l'actionnaire. Si la dimension définitionnelle ne sera pas absente de ce qui suit (sect. 3), nous allons nous pencher surtout sur deux arguments plus spécifiques, chacun tentant d'établir un lien *justificatif* entre propriété et droit de vote. Nous montrerons que le premier

recours à la notion de propriété soit de façon circulaire, soit de façon superflue (sect. 2). Et que le second n'accorde pas réellement à la propriété comme telle le rôle central qu'elle prétend jouer (sect. 4).

2. La propriété de l'entreprise/société comme *justification* ?

3. Comme précisé plus haut, l'idée de primauté de l'actionnaire concerne tant la dimension du suffrage (qui dispose du droit de vote en assemblée générale ?) que celle de la finalité (quelle finalité est supposée poursuivre l'entreprise/société ?), cette dernière ayant des implications sur la destination des dividendes. Considérons deux citations qui mobilisent le concept de propriété par rapport à ces deux dimensions de la primauté actionnariale :

« For shareholders' rights advocates and other scholars who start from the view of corporations as bundles of assets that belong to shareholders, the fixation on share value and shareholder control is thought to *follow* naturally and obviously from the view of shareholders as the "owners" of corporations » (Blair, 1998, p.196, nos italiques).

« Objections designed to *deny any moral justification* to a stakeholder approach usually center around [the claim] that *companies are the private property of shareholders*. As such, it is argued, any attempt to run them for the benefit of groups other than shareholder breaches property rights » (Kaler, 2006, p.253, nos italiques)

Les auteurs classiques sur la question de la responsabilité sociale de l'entreprise ne sont cependant pas aussi univoques. Hayek (1960) affirme en particulier :

« (...) if we want effectively to limit the powers of corporations to where they are beneficial, we shall have to confine them much more than we have yet done to one specific goal, that of the profitable use of the capital entrusted to the managers by the stockholders. » (1960, p.300).

« In the strict sense, the corporation has no more an income of its own than a trustee in his capacity of trustee. That its management has been entrusted with large resources for a particular purpose does not mean that it is entitled to use it for other purposes » (1960, p.305).

Hayek fait bien référence à l'idée de primauté actionnariale au sens de finalité orientée vers les exigences des actionnaires. Mais le recours à l'idée d'actionnaire comme bénéficiaire d'un trust ne semble pas impliquer que l'actionnaire soit propriétaire de la société, le trust signifiant généralement que le bénéficiaire (*beneficial owner*) soit distinct du *legal owner*.

Friedman (1970), une décennie plus tard, est loin d'être univoque lui aussi. Si le recours à la notion de propriété y est cette fois tout à fait explicite et s'il joue un rôle central dans la limitation des prérogatives des managers, l'actionnaire n'apparaît pas pour autant être le propriétaire exclusif de l'entreprise. Plus précisément, même si plusieurs passages de son texte suggèrent que Friedman (1970) privilégierait l'idée d'un actionnaire comme propriétaire exclusif de l'entreprise/société, il étend cependant explicitement dans la citation suivante le statut d' « owners of the business » aux clients et aux employés, en plus des actionnaires :

« In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the *owners of the business*. (...) Insofar as his actions in accord with his "social responsibility" reduce returns to stockholders, he is spending their money. Insofar as his actions raise the price to customers, he is spending the customers' money. Insofar as his actions lower the wages of some employees, he is spending their money. (...) The executive is exercising a distinct "social responsibility," rather than serving as an agent of the stockholders or the customers or the employees, only if he spends the money in a different way than they would have spent it » (Friedman, 1970)

LA PROPRIETE PEUT-ELLE JUSTIFIER LA PRIMAUTE ACTIONNAIRIALE ?

Même si elles ne sont donc pas toujours aisées à pointer, les occurrences de l'argument auquel renvoient Blair et Kaler peuvent être considérées comme fréquentes. On peut le styliser de la façon suivante :

Argument justificatif tiré de la propriété (de l'entreprise)

Si la primauté découle de la propriété de l'entreprise (PRIM résulte de PROP^E)

Si l'actionnaire est le seul *propriétaire* de l'entreprise (PROP^E_A)

Alors l'actionnaire doit bénéficier de la primauté dans l'entreprise (PRIM_A)

4. Cet argument justifie la *primauté* actionnariale par référence à l'idée d'un droit de propriété de l'entreprise dont l'actionnaire serait titulaire. En quoi cet argument est-il problématique ? Le défi qui se présente à un défenseur de la primauté actionnariale (PRIM_A) souhaitant faire jouer un rôle central au concept de propriété de l'entreprise (PROP^E), consiste à expliquer comment l'idée de propriété peut *justifier* la primauté actionnariale. Or, il n'y a que deux possibilités.

Première option : l'on assied la seconde prémisse de l'argument sur la primauté actionnariale elle-même en faisant découler PROP_A de PRIM_A. Mais dans ce cas, PROP n'est qu'une re-caractérisation, une reformulation de PRIM et l'argument en devient circulaire. La validité de la seconde prémisse dépend de PRIM qu'elle est cependant supposée établir dans la conclusion. Je justifie PRIM par PROP que j'ai en réalité déduit de PRIM. Cette circularité est à notre sens la difficulté principale de l'argument justificatif tiré de la propriété.

Seconde option : l'on déduit la validité de la seconde prémisse d'autre chose que PRIM. Il n'est bien sûr pas du tout exclu que PRIM_A puisse être justifiée par d'autres voies. Par exemple, le caractère moins bien défini des prestations qui lui sont dues (*residual claimant*), la plus grande réactivité du type d'actif qu'il détient – en faisant un pilote privilégié d'une entreprise ayant pour vocation de s'adapter aux évolutions des marchés –, l'hypothèse selon laquelle les travailleurs, peu intéressés par leurs droits de vote, les auraient implicitement cédés aux actionnaires en échange d'une plus grande stabilité salariale, ... peuvent constituer à tout le moins des hypothèses de justification. Appelons-les J^{PRIM}. Mais à supposer que l'on dispose alors de tels arguments indépendants pour justifier PRIM_A, on ne voit plus dans ce cas quel rôle *distinct* est joué par PROP. La référence à la propriété en deviendrait dès lors totalement superflue et la forme de l'argument deviendrait :

Argument justificatif direct (sans propriété)

PRIM découle J^{PRIM}

J^{PRIM}_A

PRIM_A

Dans l'argument justificatif tiré de la propriété, la référence à l'idée de propriété ne serait pas alors circulaire, mais simplement superflue. Il n'y aurait pas lieu de parler d'*argument* de la propriété puisque la notion n'apporterait rien de plus que la justification indépendante J^{PRIM}. Ainsi, l'argument de la propriété sera tantôt circulaire, tantôt vide.

3. Faut-il donner priorité à l'argument (descriptif) juridique ?

5. Dans les développements qui précèdent, si l'on n'exclut pas la possibilité de caractériser la relation de l'actionnaire à l'entreprise comme une relation de propriétaire, l'on rejette par contre la possibilité de recourir à l'idée de propriété comme *justification* de la primauté actionnariale. Cette critique est distincte d'une autre qui consiste à considérer les

prérogatives de l'actionnaire comme *insuffisantes* pour justifier le *qualificatif* de propriété. Cette dernière stratégie est adoptée par des auteurs comme Robé (1999, 2011), Stout (2002) ou Greenwood (2005). Dans ce cas, c'est encore sur la seconde prémisse de l'argument justificatif que porterait la critique, mais à partir d'un autre angle.

Il importe d'abord de souligner à cet égard que plusieurs auteurs n'hésitent pas en effet à *assimiler* droit de vote et propriété, sans pour autant accepter la première prémisse de l'argument justificatif tiré de la propriété. Plutôt que d'affirmer $PRIM_A$ découle de $PROP_A$, ils affirment simplement que $PRIM_A = PROP_A$. En voici trois illustrations :

« The owners of the firm are those agents who hold rights (1) to choose officers to exercise the above-described prerogatives on behalf of the firm, and (2) to confer these rights on others through an act of deed or sale. With ownership also goes the expectation of being the recipient of profits not retained for investment. (...) What the owner in the neoclassical firm owns ("the firm") amounts to a bundle of two rights or privileges: the (contractual) right to select the production program, and the (contractual) right to appropriate the residual. » (Putterman, 1988, pp. 245-246/247)

« A firm's "owners", as the term is conventionally used and as it will be used here, are those persons who share two formal rights : the right to control the firm and the right to appropriate the firm's profits or residual earnings (that is the net earnings that remain with the firm after it has made all payments to which it is contractually committed, such as wages, interest payments, and prices for supplies » (Hansman, 1996, p. 11)

« Ownership of a firm is conventionally defined as the rights of shareholders to the ultimate control of a firm's assets and to the residual revenues of the firm (Hansmann, 1996, p. 11). These rights are conferred in return for providing equity capital. However, shareholders provide more than capital. By settling for a claim on residual revenues, they assume the role of risk bearer, and with control goes the role of decision maker. Both of these roles – risk bearer and decision maker – are services that are needed by a firm for production. That is, in addition to securing financing, a firm must obtain the services of individuals who are willing to assume the risk of an enterprise and to make decisions. Although these roles are *separable* in the sense that they could be filled by different groups, equity capital providers generally assume the other two roles, in part because decision making rights enable shareholders to secure their claim on a firm's residual revenues » (Boatright, 2004, p. 10)

Sans endosser l'argument justificatif tiré de la propriété, Putterman, Hansmann et Boatright donnent une *définition* de la propriété qui *coïncide* avec les droits spécifiques des actionnaires.² Ils ne *justifient* pas le droit de vote par la propriété. Ils *définissent* la propriété par le droit de vote et d'autres prérogatives.

Ceci est également intéressant par rapport au débat propriété/contrôle qui porte sur la répartition des prérogatives entre actionnaires et managers. En effet, si l'on suit les trois définitions précédentes, on pourrait dire « la propriété *c'est* (au moins en partie) le contrôle », ce qui rend ultimement l'idée d'une séparation *totale* entre propriété (actionnariale) et contrôle (managérial) problématique.³ En d'autres termes, accepter les définitions de Putterman, Hansmann et Boatright, c'est nécessairement refuser l'idée d'une séparation *complète* entre propriété et contrôle. Il est donc clair qu'une défense approfondie de la thèse descriptive de la propriété de l'entreprise passe par la démonstration du fait que, fut-ce à la

² Parfois, l'expression est plus ambiguë et oscille entre le registre justificatif et le registre définitionnel, ce qui justifie sans doute l'insistance de ceux qui se placent leur critique sur le plan définitionnel : « Thus the shareholders *as owners of the company* elect the directors to run the business on their behalf and hold them accountable for its progress » (Cadbury, 1992, 6.1., nos italiques).

³ Pour des développements sur la notion de contrôle : Champaud (1962, pp. 150s.)

marge, les droits de contrôle des actionnaires demeurent.⁴ Rejeter entièrement l'idée d'un contrôle actionnarial, ce serait effectivement rejeter la possibilité même de reconnaître l'actionnaire comme propriétaire de l'entreprise/société (PROP^{EN}_A). Mais cela conduirait aussi à rejeter partiellement l'idée d'une primauté actionnariale (PRIM_A) même si l'on ne peut exclure que l'entreprise continue à accorder une place centrale à l'actionnaire dans la définition de ses finalités sans pour autant lui laisser de droits de vote significatifs.

6. Des auteurs comme Robé (1999, 2011), Stout (2002) ou Greenwood (2005, IIIA) prennent le contrepied de positions définitionnelles à la Putterman, Hansmann ou Boatright. Ils rejettent aussi *a fortiori* l'argument justificatif tiré de la propriété. Ils ne le font cependant pas parce que la référence à la propriété serait circulaire ou superflue, mais en raison de l'inexactitude alléguée de la seconde prémisse sur le plan juridique. Il s'agit de défendre l'idée selon laquelle les prérogatives de l'actionnaire sont en réalité insuffisantes pour pouvoir le *qualifier* de propriétaire au sens plein. Voici deux extraits :

« A lawyer would know that the shareholders do not, in fact, own the corporation. Rather, they own a type of corporate security commonly called "stock." As owners of stock, shareholders' rights are quite limited. For example, stockholders do not have the right to exercise control over the corporation's assets. The corporation's board of director's holds that right. Similarly, shareholders do not have any right to help themselves to the firm's earnings; the only time they can receive any payment directly from the corporation's coffers is when they receive a dividend, which occurs only when the directors decide to declare one. As a legal matter, shareholders accordingly enjoy neither direct control over the firm's assets nor direct access to them. Any influence they may have on the firm is indirect, through their influence on the board of directors ». (Stout, 2002: 1191)

« Shareholders do not own *firms* and nor do they own corporations : they own shares issued by *corporations*. The shareholders enjoy the privileges of the owner towards what they own: the shares. They don't and can't have these privileges towards the corporation having issued the shares. They own neither corporations nor firms; no one does (...). [Shareholder rights] are quite significant rights but they are not akin to a property right over the corporation. (...). The shareholders just can't step in and run the business, as owners could do. If a shareholder wants to run the business, she must go through the corporate procedures required to be appointed as officer; but even then (...) she would not be allowed to act as an owner. She would have to abide by the constraints and duties provided for by corporate law, with the ancillary liabilities if she breaches them. To obtain the full autonomy of the owner, she would have to purchase all the shares and get rid of the corporation altogether (dissolve it) » (Robé, 2011, pp. 3, 27 et 60).

La position commune qui se retrouve chez ces deux auteurs est qu'en raison des exigences du droit des sociétés, les prérogatives dont l'actionnaire dispose sont *insuffisantes* pour pouvoir le qualifier de propriétaire au sens plein du terme – avec le postulat implicite que cela vaut *a fortiori* pour toute autre partie prenante. Ceci rejoint la préoccupation exprimée plus haut relative à la séparation de la propriété et du contrôle, même si l'argument de Robé et Stout n'est sans doute pas totalement incompatible avec l'idée selon laquelle l'actionnaire disposerait d'un contrôle plus significatif que les tenants d'une forte séparation l'affirment.

7. Ce débat juridique n'est cependant pas dénué de complexité.⁵ Loin de nous l'idée de vouloir apporter ici une réponse pleinement circonstanciée à la question de la qualification

⁴ Voir l'excellent papier de Schrader (1996), qui appuie son rejet de l'idée de propriété actionnariale de l'entreprise sur la thèse de la séparation entre propriété et contrôle.

⁵ Je remercie particulièrement ici J.-Ph. Robé et H. Culot pour des échanges nourris sur cette question.

juridique des prérogatives de l'actionnaire. On sait que des auteurs de doctrine sérieux – tel Coipel (1996) – ont tenté de défendre l'idée d'un démembrement original du droit de propriété à cet égard, à comparer avec la co-propriété. Mais il est clair que lorsqu'un Louis Gallois réagit à la thèse selon laquelle l'actionnaire ne serait pas propriétaire de l'entreprise, par un « ça, c'est une vision éminemment contestable. C'est aller assez fortement contre le sens commun »⁶, son expérience du monde de l'entreprise ne saurait suffire à emporter notre adhésion. Ceci étant, un auteur comme Robé, qui a consacré de nombreux écrits à cette question, s'appuie sur un faisceau d'arguments dont chacun doit être analysé. Le suivre sur sa qualification des prérogatives de l'actionnaire exige donc à la fois de bien distinguer les arguments que lui et d'autres mettent en jeu et d'y répondre séparément. Nous ne pourrions faire ce travail en détail ici. Risquons-nous cependant à quelques éléments de réflexion sur quatre des arguments – partiellement stylisés ci-après – de ce débat juridique, outre l'idée mentionnée plus haut de prérogatives *insuffisantes* de l'actionnaire :

A. - « La société est une personne et ne peut donc être l'objet d'un droit de propriété »

En droit, une personne, qu'elle soit physique ou morale, ne saurait faire l'objet d'un droit de propriété. Acheter ou vendre une personne *physique* n'est pas conceptuellement ou pratiquement impensable, puisque ce fut pratiqué dans le passé. Mais c'est évidemment moralement et juridiquement condamnable en raison d'arguments normatifs substantiels qui ne font plus douter grand monde aujourd'hui. Pourtant, si l'on peut accepter l'assimilation *juridique* des personnes physiques et morales, sur le plan éthique, les raisons qui nous conduisent à rejeter l'appropriabilité des personnes *physiques* ne valent pas nécessairement et automatiquement dans le cas des personnes morales. Que l'on rejette fermement l'esclavage ne nous oblige donc pas nécessairement à abandonner l'idée selon laquelle, *de lege ferenda*, la société anonyme puisse avoir un(e) propriétaire – ce qui ne préjuge d'ailleurs pas du fait qu'il doive nécessairement s'agir de l'actionnaire et de lui seul.⁷ Ce rejet de l'assimilation automatique des personnes morales aux personnes physiques nous permet aussi de ne pas rejeter la possibilité de recourir à un concept de propriété comme description de la relation qu'entretient aujourd'hui l'actionnaire avec la société, même s'il est clair qu'il ne pourra s'agir d'un concept de pleine propriété au sens strictement juridique du terme.

B. - « L'entreprise n'existe pas en tant que telle en droit et il n'est donc pas possible pour qui que ce soit d'en être "propriétaire" » (Robé, 1999 : 85, nos italiques).

On peut vouloir insister sur la distinction juridique à effectuer entre société et entreprise. Cette distinction a tout son sens même si elle est malaisée à préciser. Mais la difficulté est de savoir ce qu'il est permis de conclure de l'existence de cette distinction. Affirmer que l'entreprise n'est pas un *sujet* de droit ne suffirait évidemment pas puisque si l'on rejette la possibilité d'approprier la *société* parce qu'elle est un sujet de droit, il est évident que le fait d'insister sur le fait que l'entreprise n'en soit pas un laisse ouverte la question de l'appropriabilité de l'*entreprise*. Robé est conscient de ce point. Mais il va plus loin en affirmant que l'entreprise ne serait même pas un *objet* de droit. Il appuie cette thèse sur l'affirmation selon laquelle « pour le droit positif, l'entreprise ne peut que se décomposer en un circuit de contrats non reconnu officiellement en tant que tel » (1999, p. 85). Il nous semble pourtant que même sans nom « officiel », il y a là une réalité caractérisable par des qualifications juridiques et qui soit susceptible de faire l'objet de droits qui se rapprochent significativement de la propriété. Même si l'on accepte l'idée selon laquelle « en tant que telle » l'entreprise n'est pas une réalité juridique, il nous semble que ce que le sens commun

⁶ L. Gallois, CEO EADS, 30 avril 2011, Collège des Bernardins (Paris).

⁷ Compar. Shrader (1996, p. 123).

identifie (vaguement) comme entreprise doit pouvoir faire l'objet de caractérisations juridiques, fut-ce à travers plusieurs notions incluant par exemple celle de « fonds de commerce ». On notera aussi que la jurisprudence française fait appel dans le domaine du droit social à une notion d'intérêt de l'entreprise depuis la fin des années 80 ce qui suggère que l'entreprise est sans doute à considérer comme une réalité *juridique*.

C. - « Si l'on ne peut vendre une société, l'on ne peut en être dit propriétaire »

L'intuition est ici que si la société pouvait effectivement être caractérisée comme l'objet d'un droit de propriété, il devrait être possible de la vendre. L'appropriabilité d'un bien supposerait son aliénabilité. Or, s'agissant d'une *personne* morale, la société ne peut être vendue. Un actionnaire peut donc soit vendre ses actions (s'il trouve des acheteurs), soit conduire à la dissolution de l'entreprise (s'il dispose d'un poids de vote suffisant), mais pas vendre la société en tant que telle. Ceci nous semble évidemment une caractérisation correcte du droit des sociétés. Mais l'on ne saurait oublier que si l'on se reporte cette fois sur le terrain de l'entreprise, la thèse selon laquelle une *entreprise*, entendue en particulier comme « fonds de commerce », soit aliénable et selon laquelle les actionnaires, pris ensemble, disposent de cette prérogative, n'a rien d'absurde, y compris sur le plan strictement juridique. Il est certes exact de dire que l'on peut remplacer totalement l'actionnariat d'une société ou la dissoudre mais pas la vendre. Mais il n'apparaît pas inexact non plus d'affirmer qu'il est possible, sans dissoudre la société, de vendre les machines, le portefeuille de brevets, etc. d'une société, au point que cette société ne détienne plus que de l'argent comme actifs. Dans cette hypothèse, on pourrait parler de vente de l'*entreprise*, même si l'existence de la *société* se poursuit et même dans l'hypothèse où les actionnaires resteraient les mêmes.

D. - « L'on ne peut être propriétaire et bénéficiaire du privilège de la responsabilité limitée »

On peut lire cette dernière proposition de deux manières. Soit, l'on en fait une lecture *normative* : il ne serait pas *juste* que l'actionnaire bénéficie des prérogatives d'un propriétaire sans devoir supporter les inconvénients qui y sont liés. Mais ceci ne ferait éventuellement que démontrer que le système juridique est *injuste*, pas que l'actionnaire n'est pas propriétaire. Il semble que c'est dans ce sens que l'on peut lire la citation suivante de Robé, l'expression « as is the case today » semblant peut-être même sous-entendre qu'un actionnaire majoritaire *est* propriétaire de la société :

« For an owner of a majority of shares, acting as owner of the firm is *abusing* the privilege of limited liability and should be sanctioned by unlimited liability for the consequences. Controlling shareholders cannot have it both ways, as is the case today » (Robé, 2011, p. 73).

On peut aussi vouloir faire une lecture *juridique* de la proposition stylisée, lui donnant alors la signification suivante : « l'actionnaire ne saurait juridiquement être qualifié de propriétaire puisque sa responsabilité est limitée ». C'est sous cet angle que l'on pourrait peut-être lire la citation suivante de Robé :

« To obtain the full autonomy of the owner, she would have to purchase all the shares and get rid of the corporation altogether (dissolve it). She would then own the assets and liabilities directly – be the indisputable owner of the business – with all the pleasant ensuing consequences: unlimited liability, no partitioning of the personal and business assets, fragility of the business since the cluster of contracts connecting the property rights would be centred on an individual person potentially affected by all the incidents of life (sickness, divorce, death, etc.). » (Robé, 2011, p. 60).

On pourrait en effet vouloir avancer l'argument selon lequel si l'actionnaire était propriétaire de la société, ceci serait incompatible avec l'idée de responsabilité limitée, et ce

en raison du principe d'*unicité du patrimoine*. Pourtant, un défenseur de la thèse de la propriété pourrait simplement répondre que le principe d'unicité du patrimoine peut faire l'objet d'exceptions, et que ce serait précisément le cas ici.

8. Ce n'est pas l'objet du présent article de défendre une thèse précise sur la question juridique de la propriété de la société/entreprise. On peut cependant affirmer au moins trois choses qui ont à notre sens une certaine importance pour le débat qui nous occupe. *Primo*, Robé, Stout et d'autres ont sans doute raison de prétendre que si l'on s'en tient à un concept *juridique* de propriété au sens plein du terme, l'actionnaire ne peut être considéré comme propriétaire de la société/entreprise. Cette stratégie a cependant un prix. Elle ne tient que par rapport à un concept précis de propriété. Recourir à un concept trop strict de propriété, c'est s'empêcher de pouvoir considérer comme propriétaires des co-propriétaires ou des propriétaires dont le bien serait grevé de servitudes. Ceci nous mène à un *second* point. Si un non juriste souhaite caractériser la réalité à laquelle il est confronté aux moyens de concepts de propriété ou d'entreprise un peu plus lâches (qu'il serait possible de corrélérer d'ailleurs avec des réalités juridiques), les arguments invoqués par Robé et Stout ne lui parleront pas. On peut bien sûr vouloir affirmer que le seul concept pertinent de « propriété » est le concept juridique le plus strict. Mais Robé et Stout ne seraient sans doute pas prêts à faire ce pas. Le droit n'a pas le monopole de la définition de ce qu'est une *personne*, de ce qu'est un être normalement *diligent* ou de ce qu'est un *bon père de famille*. Il n'est donc nullement dénué de pertinence de *décrire* une situation à travers des concepts qui ne collent pas parfaitement au langage *juridique*, comme le font Putterman, Hansmann ou Boatright (*supra* n° 5). Caractériser l'actionnaire comme propriétaire exclusif ne signifie pas qu'une telle prérogative de l'actionnaire soit *justifiée*. Et cela laisse ouverte la possibilité – formulée par Friedman (1970) lui-même – d'essayer de reconnaître d'autres parties prenantes comme co-propriétaires de l'entreprise, tels les employés.⁸

La définition de Robé et Stout est stricte, *y compris* sur un plan juridique, comme notre discussion l'a montré (n° 7). Elle est a fortiori très stricte si l'on accepte de reconnaître qu'il puisse y avoir quelque légitimité à utiliser des concepts non-juridiques, *y compris* de propriété, même si cela reste à des fins strictement descriptives. C'est ici qu'il convient d'introduire notre *troisième* point. Il est évidemment tentant d'établir dans le domaine des *faits* le caractère non-fondé d'une thèse normative, celle de la primauté de l'actionnaire. Mais cette stratégie se heurte ici à des difficultés sérieuses. Surtout, supposons acquise la thèse selon laquelle l'actionnaire ne serait pas le propriétaire de l'entreprise. Elle laisse ouverte la possibilité de continuer à défendre la thèse de la primauté de l'actionnaire sur le plan *normatif* cette fois. Bien sûr, si l'on parvenait à montrer sur base d'un concept suffisamment large de propriété que l'idée de propriété de l'actionnaire doit être rejetée, on rejetterait automatiquement l'argument selon lequel une telle propriété serait susceptible d'établir la primauté dont nous parlons. Nous pensons avoir montré cependant que même si l'idée de propriété de l'entreprise tenait la route, elle ne suffirait pas à établir la primauté actionnariale. Ce dernier argument nous semble plus robuste que l'argument descriptif, et il lui est de toute façon complémentaire.

Il y a là un choix de stratégie argumentative comparable à celui auquel sont confrontés les militants anti-racistes ou anti-machistes. Faut-il convaincre les racistes que la « race » est une unité taxonomique sans substance ou faut-il d'abord les convaincre du fait que même si

⁸ Compar. : « (...) il ne me paraît nullement excessif d'admettre qu'une usine n'est pas une propriété comme les autres, et que ceux qui y travaillent ont sur elle certaines hypothèques » (Detoef, 1938, p. 57). Detoef y parle d'usine plutôt que d'entreprise/société. Et il parle d'hypothèque sur la propriété plutôt que de co-propriété actionnaires/travailleurs. Mais l'idée de propriété de l'entreprise qui y semble implicite est compatible avec la reconnaissance de certains droits pour les travailleurs, même s'il n'est pas clair s'il s'agit de droits de contrôle.

les races étaient des catégories capables de décrire une certaine réalité, y recourir pour fonder des différences de traitement n'en resterait pas moins de toute façon indéfendable ? Faut-il convaincre les machistes de l'absence de différences entre hommes et femmes ou faut-il les convaincre du fait que même si des différences significatives existent au plan des faits, elles ne suffisent aucunement à justifier les différences de traitement dont les femmes pâtissent encore beaucoup trop ? Par analogie, faut-il d'abord convaincre les actionnaires qu'ils ne sont pas les propriétaires de l'entreprise au sens strictement juridique du terme, ou faut-il plutôt essayer de leur montrer que l'affirmation d'une telle propriété – fut-elle au sens moins strictement juridique du terme – ne saurait de toute façon suffire à *justifier* la primauté actionnariale qui y est associée (ou avec laquelle elle coïncide selon certains) ? Nous avons montré combien il est important de ne pas oublier cette dernière option.

9. Notons enfin un autre élément important qui touche à la stratégie proposée ici de séparation entre qualification et justification. Putterman (1988) met en regard trois visions de l'entreprise, en particulier l'une comme « commodity », où l'entreprise est considérée comme un bien qui peut être détenu et vendu, et l'autre comme « association or polity », qui voit l'entreprise comme « an organization within which the power to control members' options and behaviors must somehow be distributed » (1988, p. 246). Ce qui interpelle, c'est son affirmation selon laquelle « the view of the firm as a polity is potentially quite inconsistent with the legal notion of the firm as an ownable entity or bundle of rights, the inconsistency being the strongest in the case of certain advocates of "workplace democracy" » (1988, p. 247). Si sa thèse s'avérait exacte, il y aurait effectivement quelque difficulté à accepter une *description* de l'entreprise/société comme un bien appropriable et fongible tout en rejetant l'idée selon laquelle les droits de contrôle ne devraient pas être le privilège exclusif des actionnaires.

Il semble pourtant que l'affirmation relative au caractère appropriable et fongible du tissu de droits que constitue l'entreprise/société ne *préjuge pas* de l'identité de ceux qui devraient pouvoir en être titulaires. Lorsque Putterman tente d'explicitier la nature de la tension entre les deux approches précitées de l'entreprise, il s'avère à l'analyse qu'il se limite à affirmer qu'attendre de la part des travailleurs un apport en capital comme on le fait pour les actionnaires, c'est exiger d'eux de mettre tous leurs œufs dans le même panier (capital financier et humain), ce qui, étant donné leur aversion au risque, rendrait le coût du financement de l'entreprise plus élevé (1988, p. 258). Ceci semble plausible. Mais cela indique au mieux qu'il pourrait être *inefficace* d'étendre les droits de contrôle sur l'entreprise *de cette manière*. Putterman n'envisage pas la possibilité d'un octroi de droits de contrôle aux travailleurs *sans apport en capital financier*, une possibilité matérialisée – certes imparfaitement – par le système de la co-détermination. Et plus fondamentalement, cela ne pointe en rien une tension profonde entre l'idée selon laquelle il serait bon que l'entreprise soit appropriable et fongible et l'idée selon laquelle ceux qui en sont aujourd'hui les « propriétaires » devraient partager leurs droits de contrôle avec d'autres catégories de parties prenantes, par exemple avec les travailleurs *en tant que travailleurs* plutôt qu'en tant qu'auteurs d'apports financiers comme c'est le cas dans l'actionnariat salarié.

4. Propriété mobilière et vote censitaire

10. A ce stade, nous avons touché à trois idées relatives à la propriété de l'entreprise (PROP^{EN}). Deux d'entre elles portaient sur la qualification de la situation de l'entreprise et de l'actionnaire. L'entreprise/société est-elle nécessairement sans propriétaire ? L'actionnaire ne dispose-t-il pas de toute façon de prérogatives trop limitées pour qu'il puisse être caractérisé comme propriétaire de l'entreprise ? Nous n'avons *pas* répondu par l'affirmative à ces deux

questions. Notre position ne présuppose donc pas que l'on accepte celle de Stout et de Robé par exemple. Par contre, nous avons insisté sur une troisième idée : la propriété de l'entreprise, à supposer qu'elle constitue une *caractérisation* adéquate de la primauté de l'actionnaire ne saurait en constituer une *justification*.

Explorant le potentiel *justificatif* de l'idée de propriété, nous aimerions dans cette dernière partie nous intéresser non plus à l'idée de propriété *de l'entreprise/société* mais plus simplement à celle de propriété *de l'action*. Supposons que l'on rejette l'idée de propriété de l'entreprise/société comme justification mais aussi comme caractérisation de la primauté actionnariale. Cette dernière ne pourrait-elle pas malgré tout être justifiée en ayant recours à la notion non controversée de propriété *de l'action* ? Précisons notre question : supposons qu'on trouve une justification à la primauté actionnariale, cette justification ne risque-t-elle pas de renvoyer principalement au fait que l'actionnaire est *propriétaire* de son action ? Ou va-t-elle plutôt faire référence à la nature de la relation juridique qui lie pour le reste l'actionnaire à l'entreprise ou aux caractéristiques de son actif et des marchés sur lesquels il est échangé. Notre hypothèse : c'est d'abord la référence à ces derniers éléments plutôt qu'à la qualité de *propriétaire* de l'action qui est – au mieux – susceptible de justifier la primauté de l'actionnaire.

11. Afin de mettre ces éléments en lumière, effectuons un détour et reportons-nous à la fin du XVIII^e siècle pour nous pencher sur des tentatives – aussi maladroites que symptomatiques – visant à préserver les privilèges liés au vote *censitaire* dans les États. Il s'agit de revenir sur quelques arguments anciens, en gardant à l'esprit une analogie entre la primauté actionnariale dans l'entreprise et le suffrage censitaire. L'idée est la suivante. La situation des propriétaires *mobiliers* dans la SA n'est-elle pas comparable aux privilèges dont disposaient les propriétaires *immobiliers* dans les États à l'époque du suffrage censitaire ? Ces deux situations résultent certainement en partie de simples rapports de force. Mais elles ont donné lieu aussi à des tentatives de *justification*. Pour ce qui est du vote censitaire, il a été défendu par exemple par les pères fondateurs à la fin du XVIII^e. Existe-t-il dans les types de justifications avancées en faveur du vote censitaire des choses à apprendre pour le débat sur la primauté actionnariale dans l'entreprise ? Nous sommes susceptibles d'en tirer essentiellement deux types de leçons. D'une part, de manière directe, en appliquant comme tels les arguments concernés aux deux domaines d'application. D'autre part, de manière indirecte, en prenant du recul sur la mesure dans laquelle ces arguments attachent une importance à l'idée de propriété *comme telle* plutôt qu'aux caractéristiques de son objet – respectivement immobilier et mobilier.

Chacun des trois arguments envisagés ci-dessous pour défendre la légitimité du suffrage censitaire associe une qualité *x* particulière à la propriété immobilière :

Argument justificatif tiré de la propriété (immobilière)

Plus une personne est *x*, plus son poids relatif de vote doit être élevé (PRIM)

La qualité de propriétaire immobilier (PROP^{IM}) peut être associée à *x*

Le poids relatif de vote des propriétaires immobiliers doit être élevé (PRIM_{IM})

On notera que ce type d'argument ne justifie pas les privilèges électoraux par référence à l'idée selon laquelle les propriétaires immobiliers seraient propriétaires *de l'État* (PROP^{ET}). Il permet donc une analogie, y compris avec des arguments qui *renonceraient* à l'idée selon laquelle l'actionnaire serait propriétaire de l'entreprise (PROP^{EN}). Et il associe à la propriété immobilière une caractéristique désirable en termes de suffrage, comme une série de justifications de la primauté actionnariale tentent de le faire avec la propriété mobilière.

12. Présentons donc successivement trois arguments qui prennent cette forme :

Argument de l'indépendance

Il est essentiel que l'électeur soit en mesure de voter en toute indépendance
Être propriétaire immobilier (PROP^{IM}) rend moins dépendant vis-à-vis d'autrui
Le poids de vote relatif du propriétaire immobilier doit être élevé (PRIM_{IM})

On le retrouve par exemple chez Hamilton (1775) :

« If it were probable that every man would give his vote freely, and without influence of any kind, then, upon the true theory and genuine principles of liberty, every member of the community, however poor, should have a vote... But since that can hardly be expected, in persons of indigent fortunes, or such as are under the immediate dominion of others, all popular states have been obliged to establish certain qualifications, whereby, some who are suspected to have no will of their own, are excluded from voting; in order to set other individuals, whose wills may be supposed independent, more thoroughly upon a level with each other. » (Hamilton, 1775)

Considérons ensuite l'argument suivant :

Argument de la compétence

Il est essentiel que l'électeur soit en mesure de voter de façon compétente
Un propriétaire immobilier (PROP^{IM}) est généralement plus compétent
Le poids de vote relatif du propriétaire immobilier doit être élevé (PRIM_{IM})

On le retrouve par exemple – conjointement à celui de l'indépendance – chez Adams (1776) :

« Is it not equally true, that men in general in every society, who are wholly destitute of property, are also too little acquainted with public affairs to form a right judgment, and too dependent upon other men to have a will of their own? » (Adams, 1776)

Envisageons enfin un troisième argument :

Argument du long terme

Il est essentiel que l'électeur vote en tenant compte du long terme
Un propriétaire immobilier (PROP^{IM}) est souvent plus attaché à l'avenir à long terme
Le poids de vote relatif du propriétaire immobilier doit être élevé (PRIM_{IM})

On le retrouve par exemple chez Jefferson (1776)⁹

« I was for extending the rights of suffrage (or in other words the rights of a citizen) to all who had a permanent intention of living in the country. Take what circumstances you please as evidence for this, either the having resided a certain time, or having a family, or having property, any or all of them. Whoever intends to live in a country must wish the country well, and has a natural right of assisting in the preservation of it. » (Jefferson, 1776)

13. Comment réagir face à de tels arguments justifiant une pratique qui est aujourd'hui choquante pour beaucoup ? Quels enseignements éventuels en tirer pour la question de la primauté actionnaire ? On peut d'abord vouloir tenter d'en évaluer la plausibilité

⁹ Et on la retrouve plus d'un siècle plus tard dans la bouche d'un parlementaire belge, Mr Woeste (1881) défendant l'extension du suffrage censitaire à de riches étrangers résidant en Belgique : « *si l'étranger paie cinq cent francs, il sera démontré qu'il est attaché au pays ; s'il ne les paie pas, il n'y est pas attaché ! S'il paie cinq cent francs, il faudra faire cesser l'antagonisme entre sa situation politique et ses intérêts matériels ; s'il ne les paie pas, cet antagonisme devra subsister* » (Defuisseaux, 1887, p. 256).

intrinsèque, en ce compris dans son application au cas de l'entreprise. Prenons d'abord l'argument de l'indépendance. Il est certain que toutes choses égales par ailleurs, être propriétaire immobilier est un facteur d'indépendance. Et si l'on se reporte à l'entreprise, dans nos économies, le facteur travail est souvent plus à la merci du facteur capital que l'inverse. Il est cependant aisé de garantir l'indépendance de l'électeur par d'autres moyens que son exclusion, en particulier par le secret du vote. Cet argument est donc très fragile, tant dans le cas de l'État que dans celui de l'entreprise.

L'argument de la compétence est plus intéressant. On voit que le vote censitaire est valorisé par Adams en tant que forme indirecte de vote *capacitaire*. L'importance de l'idée de compétence est loin d'être niée par les théoriciens de la démocratie. On en retrouve évidemment le vestige à travers l'exclusion – peu contestée – des moins de 18 ou 16 ans du droit de vote. On a aussi tenté de retrouver par d'autres chemins l'idée de compétence, par exemple en insistant sur l'idée de compétence collective et/ou sur les gains épistémiques associés à l'idée de démocratie représentative ou délibérative. Que la démocratie puisse être une épistocratie ou non est une chose (Estlund, 2007). Mais ce qui se joue ici, c'est l'affirmation selon laquelle une catégorie particulière (les détenteurs de capital immobilier dans l'État, et analogiquement les détenteurs d'actions) serait plus compétente qu'une autre (respectivement les locataires et les détenteurs de capital humain). En d'autres termes, l'idée est que l'actionnaire disposerait d'une meilleure compréhension de l'activité de l'entreprise et des contraintes de son environnement que le travailleur.

Il existe plusieurs manières de répliquer à ce type d'argument. En particulier, il y a l'idée selon laquelle l'expertise du travailleur est au minimum *complémentaire* à celle de l'actionnaire, et sans doute supérieure dans bien des cas à celle de l'actionnaire, par exemple parce que dans un contexte d'actionnariat dispersé, le temps passé par le travailleur dans son entreprise est nettement plus significatif que celui passé par l'actionnaire sur l'entreprise concernée. Il y aurait bien d'autres choses à dire ici – par exemple en rapport avec l'idée d'efficacité des marchés ou au caractère plus « réactif » de l'actif détenu par les actionnaires. Mais l'essentiel est que l'argument de la compétence, même si on le prend au sérieux, ne nous apparaît pas pouvoir justifier la primauté actionnariale.

L'argument du long terme est lui aussi intéressant. On notera à titre préliminaire qu'il n'est en rien évident que *privilégier* le long terme sur le court terme soit toujours juste, en particulier lorsque l'on accepte l'hypothèse que les plus défavorisés d'aujourd'hui risquent bien d'être plus défavorisés que ceux de demain. Par contre, il est tout à fait exact que se *désintéresser* du long terme est problématique et injuste.

Ceci étant, si l'on se reporte à l'entreprise, existe-t-il des raisons de penser que l'actionnaire serait plus long-termiste que le travailleur ? La forte liquidité du capital permet à l'actionnaire d'être bien plus mobile que le travailleur. Il reste donc moins longtemps dans l'entreprise et l'on pourrait donc en conclure que le travailleur soit plus long-termiste que l'actionnaire. La relation du propriétaire à sa terre ou du travailleur à son entreprise serait plus stable que celle de l'actionnaire à son entreprise. La comparaison entre primauté actionnariale et suffrage censitaire inviterait donc à penser que sous l'angle de la préoccupation pour le long terme, le travailleur serait plus proche du propriétaire immobilier que ne le serait le détenteur d'actifs mobiliers.

Ceci doit être nuancé : l'actionnaire ne reste souvent pas longtemps « dans » l'entreprise, en tout cas s'il ne s'agit pas d'un actionnaire de contrôle. Il n'en est cependant pas pour autant indifférent à la valeur future de l'action, dans la mesure où elle est susceptible d'affecter la valeur de revente actuelle de cette action (Putterman, 1988, p. 251). Si l'on peut montrer que la valeur de l'action a un certain lien avec la valeur attendue à plus long terme de l'entreprise – ce qui est sans doute loin d'être toujours le cas –, l'actionnaire a une raison de se préoccuper de la valeur à plus long terme de l'entreprise. À l'inverse, le capital humain du

travailleur qui quitte l'entreprise, s'il n'est pas spécifique à la firme, est moins directement affecté par les perspectives à long terme de l'entreprise en question. Donc, dans un marché où le travailleur disposerait d'autant d'options d'exit que l'actionnaire dans le cas des sociétés cotées – hypothèse héroïque –, et où le capital humain serait très peu spécifique à la firme, il y aurait une raison de penser que l'actionnaire serait plus long-termiste que le travailleur. Encore faudrait-il que cette description corresponde effectivement au monde économique tel que nous le connaissons. Et encore faut-il que le fait de se préoccuper plus du long terme soit suffisant pour exclure *complètement* du droit de suffrage ceux dont la préoccupation pour le long terme serait par hypothèse moins forte.

14. Une chose est d'examiner la plausibilité de ce type d'arguments, tant sur la valeur de vérité de leurs prémisses empiriques que sur leur validité logique. C'en est une autre de se demander si, à supposer même que chacun de ces arguments débouche sur une conclusion vraie – ce qui est à tout le moins douteux –, l'idée de propriété y joue un rôle quelconque. Car c'est ce dernier point qui nous préoccupe ici au premier chef. Si l'on reprend nos trois arguments à titre d'exemple, que constate-t-on ? L'argument de l'indépendance s'appuie sans doute à la fois sur les caractéristiques de la propriété (en particulier ici sur son caractère perpétuel et plein) *et* sur la nature de l'actif, de l'objet de cette propriété (en particulier la capacité des biens immobiliers à contribuer à la couverture de besoins essentiels tels que logement ou nourriture). L'argument de la compétence s'appuie moins clairement sur les caractéristiques de la propriété comme telle, ni même sur celles de l'actif concerné. Quant à l'argument du long terme, il est probablement lié tant aux caractéristiques de la propriété (en particulier son caractère perpétuel) qu'à celles de son objet (en particulier au caractère généralement plus durable des biens immobiliers). On constate donc que l'on ne peut exclure que l'idée de propriété puisse en tant que telle, c'est-à-dire indépendamment de la nature des actifs concernés, jouer un rôle dans la justification de la primauté actionnariale.

Nous pensons néanmoins que c'est d'abord la nature des actifs concernés ou des marchés sur lesquels ils sont échangés qui joue un rôle décisif dans ce type d'argument visant à justifier la primauté d'une catégorie particulière (respectivement les propriétaires immobiliers et mobiliers). Ainsi, un des arguments très fréquemment invoqués pour justifier l'octroi exclusif du droit de vote à l'actionnaire a trait au caractère moins bien défini des prestations qu'il peut attendre de l'entreprise, ce qui en fait un *residual claimant*. Or, cette caractéristique n'est pas liée au fait qu'il soit *propriétaire* de l'action, mais à la nature des droits associés à l'action. De même, supposons que l'on considère que l'actionnaire soit épistémiquement le mieux placé pour imprimer les axes principaux de la politique de l'entreprise parce que la valeur des actions fluctuerait plus au gré des évolutions de l'économie que la hauteur des rémunérations des travailleurs ou que l'évolution de son taux de licenciement. Mais à supposer que ce soit le cas, ceci n'a à nouveau rien à voir avec le fait d'être *propriétaire* de l'action, mais plutôt avec – par exemple – la plus grande liquidité des actions.

Même si une conclusion plus ferme nécessiterait un examen plus détaillé de l'*ensemble* des arguments invoqués pour défendre la primauté actionnariale, l'analyse que nous venons d'effectuer suggère que même si l'on se replie sur l'idée de propriété de l'action, en abandonnant celle de propriété de l'entreprise, le concept de propriété comme tel ne jouera au mieux qu'un rôle marginal dans la justification possible de la primauté actionnariale.

Conclusion : description inexacte ou justification inopérante ?

15. Nous avons mis en doute l'idée selon laquelle la possibilité pour une entreprise d'avoir un propriétaire devrait nécessairement être rejetée. Nous avons également formulé des

doutes sur l'idée selon laquelle la situation de l'actionnaire dans une SA ne pourrait pas être *décrite* comme une relation de propriété, l'actionnaire étant défini comme un propriétaire de l'entreprise/société, même si cette notion serait loin de lui octroyer des prérogatives aussi étendues que celle d'un plein propriétaire dans un environnement sans servitudes. Ce qui nous a préoccupés relève cependant du registre de la justification plutôt que de celui de la qualification.

On peut certes admettre que l'idée de propriété puisse *entrer en jeu* dans la justification de la primauté actionnariale. Il est clair que l'apport de l'actionnaire doit être constitué d'un bien dont il aurait été initialement propriétaire. Mais au-delà de ce rôle trivial de la notion de propriété, il en est deux autres dont il importe de rejeter l'usage. Le premier consiste à tenter de *justifier* la primauté actionnariale en référence à l'idée selon laquelle l'actionnaire serait le *propriétaire de l'entreprise*. Le second apparaît lorsque l'on tente de justifier la primauté actionnariale en référence à la qualité de *propriétaire de l'action*. Nous avons tenté de montrer que ce qui joue un rôle décisif dans ce dernier cas, c'est la nature de l'actif concerné (l'action, le bien immobilier, le capital humain) ou du marché sur lequel il s'échange, et non les caractéristiques du droit dont cet actif est l'objet (la propriété).

Se dessinent ainsi deux voies visant à affaiblir la force rhétorique du concept de propriété dans le débat sur la primauté actionnariale. La première conteste son usage comme description de la situation de l'actionnaire dans la SA. La seconde conteste l'usage de la notion de propriété pour justifier la primauté actionnariale. Nous espérons avoir montré combien, si des arguments éventuels existent en faveur de la primauté actionnariale, ce n'est pas du côté de la propriété qu'il faut les chercher.

On notera enfin qu'à travers ce débat se dessinent deux manières très différentes de relier propriété et droit de vote. Si l'on s'intéresse à l'idée de propriété *de l'entreprise*, les définitions à la Putterman, Hansmann, Boatright utilisent explicitement le droit de vote comme une *composante* du droit de propriété. La question est de savoir si toute approche qui considérerait l'actionnaire – ou toute autre partie prenante – comme propriétaire de l'entreprise serait contrainte de considérer le droit de vote comme une composante du droit de propriété.

À l'inverse, l'analogie du suffrage censitaire pose la propriété mobilière ou immobilière comme *condition* d'accès au suffrage, sans présupposer pour autant l'idée selon laquelle le propriétaire immobilier soit propriétaire de son État, ou que l'actionnaire soit propriétaire de l'entreprise. Cette condition subsiste dans l'actionnariat salarié. Par contre, le découplage entre droit de vote et apport financier est introduit dans une certaine mesure dans la coopérative et surtout dans la co-détermination. Alors que dans la SCOP, l'apport financier continue à être exigé mais si l'égalité de poids de vote peut être garantie même quand les apports sont d'ampleur inégale, la co-détermination n'exige quant à elle aucun apport financier comme condition de suffrage. On pourrait évidemment y lire un glissement dans l'objet de la propriété comme condition d'accès au suffrage, plutôt qu'un découplage complet entre pouvoir et propriété. Plutôt que d'exiger un apport financier, on en viendrait à considérer l'apport en capital humain comme aussi précieux que l'apport financier. Mais on peut aussi y voir une volonté de découpler complètement propriété et droit de vote, comme ce fut le cas dans les États, la justification du droit de vote n'étant plus à rechercher dans l'idée de contribution. Mais ceci est une autre histoire...

Références

- ADAMS J., 1776 (1987), "On women, the poor, and voting rights" (*Letter to J. Sullivan*), May 26, in Ph. Kurland & R. Lerner (dir.), *The Founders' Constitution*, Chicago: University of Chicago Press
- BEBCHUCK, L., 2007. "The myth of the shareholder franchise", *Virginia L. R.*, 93(3), pp. 675-732
- BLAIR, M., 1998. "For Whom Should Corporations Be Run?: An Economic Rationale for Stakeholder Management", *Long Range Planning*, 31(2), pp. 195-200
- BOATRIGT, J., 2004. "Employee governance and the ownership of the firm", *Business Ethics Q.*, 14(1), pp. 1-21
- CADBURY, A. 1992. *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee & Co. Ltd., 60 p. + app.
- CHAMPAUD, C., 1962. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Paris : Sirey, VIII + 315 p.
- COHEN, M. R., 1927. "Property and Sovereignty", *Cornell L. Q.*, 13, pp. 8-30
- COIPEL, M., 1996. « Le droit de propriété des associés dans les sociétés dotées de la personnalité juridique », in P. Wéry & H. Vuye (dir.), *Eigendom-Propriété*, Bruges: La Charte, pp. 31-59
- DEFUISSEAU, L., 1887. *Les hontes du suffrage censitaire*, Bruxelles: Plapied, 404 p.
- DETOEUF, A., 1938. *Construction du syndicalisme*, Paris : Gallimard, 63 p.
- de SAINT-EXUPERY, A., 1943. *Le petit prince*, Paris : Gallimard (folio), 97 p.
- DONADA, C. & G. NOGATCHEWSKY, 2008. « Le client est roi ! », in A. Pezet & S. Sponem (dir.), *Petit bréviaire des idées reçues en management*, Paris: La Découverte, pp. 68-77
- ESTLUND, D., 2007. *Democratic Authority. A Philosophical Framework*, Princeton: Princeton U.P., 312 p.
- FRIEDMAN, M., 1970. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *The New York Times*, sept. 13, pp. 32s.
- GREENWOOD, D., 2005. "Introduction to the Metaphors of Corporate Law", *Legal Studies Research Paper Series (University of Utah)* (available through SSRN), 17 p.
- HAMILTON, A., 1775 (1961), "The Farmer Refuted", in H. C. Syrett (ed.), *Papers of Alexander Hamilton*, New York: Columbia University Press
- HANSMANN, H., 1996. *The Ownership of Enterprise*, Cambridge (Mass.): Harvard U.P., 372 p.
- HAYEK, F., 1960 (1967). "The Corporation in a Democratic Society : In Whose Interest Ought It To and Will It Be Run ?", in *Studies in philosophy, politics and economics*, Londres : Routledge & Kegan (chap. 22)
- HOHFELD, W., 1919 (2001), *Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning* (D. Campbell & Ph. Thomas, éd.), Dartmouth: Ashgate, 112 p.
- JEFFERSON, Th., 1776 (1950). "Letter to William Pendleton on requirements for voting" (August 26) in J. P. Boyd (dir.), *Papers of Thomas Jefferson*, Princeton: Princeton U. P.
- KALER, J., 2006. "Evaluating Stakeholder Theory", *J. of Business Ethics*, 69, pp. 249-268
- NOZICK, R., 1974. *Anarchy, State and Utopia*, New York: Basic Books, 334 p.
- PUTTERMAN, L., 1988. "The Firm as Association versus the Firm as Commodity. Efficiency, rights and ownership", *Economics & Philosophy*, 4(2), pp. 243-266

LA PROPRIETE PEUT-ELLE JUSTIFIER LA PRIMAUTE ACTIONNARIALE ?

- ROBÉ, J.-Ph., 1999. *L'entreprise et le droit*, Paris : PUF (Que sais-je ?), 127 p.
- 2011. "The Legal Structure of the Firm", *Accounting, Economics and Law*, 1(1): 85 p.
- SHRADER, D., 1996. « The oddness of corporate ownership », *J. of Social Philos.* , 27(2) : 104-127
- STOUT, 2002. "Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy", *Southern California Law Review*, 75, pp. 1189-1209
- WALZER, M., 1983. *Spheres of Justice. A defense of pluralism and equality*, New York: Basic Books, 364 p.