

# **Pour une approche régulationniste de la gouvernance**

Le prisme de l'entreprise patrimoniale  
cotée à actionnariat diffus

**Jean-Pierre BRECHET**

Professeur, IEMN-IAE, Université de Nantes

**Pierre-Yves TOUGERON**

Maître de Conférences Associé, IEMN-IAE, Université de Nantes

Centre de Recherche en Gestion de Nantes Atlantique (CRGNA, EA 3261)  
Institut d'Economie et de Management de Nantes - IAE  
Chemin de la Censive du Tertre, BP 62232  
44322 Nantes, Cedex 3, France  
Tel : (33) 2 40 14 12 20  
Fax : (33) 2 40 74 61 83  
E-Mail : jean-pierre.brechet@univ-nantes.fr

**Résumé :** Le développement des projets productifs nécessite la contribution de diverses parties prenantes, parmi lesquelles les apporteurs des ressources financières. Dans certains cas, ce sont les marchés financiers qui sont impliqués, avec leurs propres régulations, dans la vie de l'entreprise. Se pose alors la question de leur influence sur les choix de développement. Dans le cadre d'une perspective régulationniste d'ensemble, la notion de régulation croisée, inspirée de l'analyse sociologique des organisations, est proposée et adaptée pour se saisir de l'interface entre le monde des projets productifs et le monde de la finance. Ce qui se joue dans cette interface, c'est un échange de comportements, d'un côté ceux des pouvoirs managériaux de l'entreprise, de l'autre ceux des acteurs des marchés financiers. Le jeu de la régulation croisée, abordé à travers le prisme d'une entreprise patrimoniale cotée à actionnariat diffus, permet d'instruire sous un angle original la question de la financiarisation des stratégies. De même, la problématique de la gouvernance est posée en termes renouvelés comme mettant en jeu un marché de comportements dans une perspective systémique et régulationniste.

**Mots clés :** marché financier, régulation, gouvernance, marché de comportements, entreprise patrimoniale

## Introduction

Les marchés financiers font-ils la stratégie ? Cette question est au cœur de bien des débats sur les régulations actuelles du capitalisme. Sur un mode critique, les marchés financiers sont souvent pointés du doigt et la réponse à la question est alors positive : les exigences de rentabilité, le court termisme et son lot de restructurations manifesterait avec une certaine évidence le poids de la finance. Sur un mode plus académique, ce sont les débats sur la gouvernance qui s'emparent de cette question et, si les positions de départ étaient très marquées par les origines économiques et financières de l'approche depuis les travaux fondateurs de M. C. Jensen<sup>1</sup>, les réflexions actuelles conduisent à des débats plus riches qui mêlent dans les raisonnements les diverses facettes des régulations socio-économiques<sup>2</sup>. De ce fait, on mesure mieux combien les théories de la firme qui sous-tendaient les premières lectures étaient pauvres et envisageaient l'entreprise essentiellement comme un dispositif disciplinaire (Charreaux 2003/2006<sup>3</sup>). L'introduction des aspects cognitifs dans le contexte d'une vision de l'entreprise comme lieu de constitution de savoirs spécifiques (Charreaux & Wirtz 2006) ouvre considérablement le débat, sans l'épuiser pour autant. L'inscription de la réflexion dans la théorie des parties prenantes (Freeman 1984, Martinet 1984, Donaldson & Preston 1995, Charreaux & Desbrières 1998) offre des perspectives élargies sur les aspects d'implication et de rétribution des acteurs de l'entreprise, et tend à poser la question organisationnelle d'ensemble tant au plan des relations internes qu'externes (Gomez 2001, Bonnafous-Boucher & Pesqueux 2006, Pesqueux 2007). A bien des égards, la question de la gouvernance devient alors celle de la formation de la politique générale et de la stratégie de l'entreprise (Batsch 1999, Denis 2008, Denis & Tannery 2007, Hafsi & Youssofzai 2008, Martinet 1984, 2007, 2008, Perez 2006, Palpacuer et al. 2006), ce qui ne manque pas de poser un certain nombre de questions quant à la possibilité de maintenir une définition de la gouvernance susceptible de circonscrire la problématique sans évincer abusivement une des facettes en jeu.

Les travaux que nous venons d'évoquer, sans qu'il soit possible de dresser ici un tableau exhaustif de leurs contributions respectives, s'inscrivent dans des perspectives plus ou moins critiques. Ils n'apportent pas non plus les mêmes éléments de remise en cause ou

---

<sup>1</sup> Cf. Charreaux (2003) pour une présentation.

<sup>2</sup> Cf. en France, un certain nombre d'ouvrages qui, sous des angles divers, engagent l'élargissement évoqué : Bonnafous-Boucher & Pesqueux 2006, Charreaux & Wirtz 2006, Gomez 2001, Perez 2003, Pesqueux 2007, Martinet 1984, 2007, Wirtz 2008.

<sup>3</sup> Pour une excellente synthèse sur ces évolutions, synthèse qui fait le lien entre les théories de

d'élargissement. Nous en retenons la visée d'ensemble, à savoir l'invitation à réfléchir à une approche englobante ou intégrée, évoquée par la plupart des auteurs, afin de permettre de se saisir des différentes facettes des régulations en cause dans le développement des entreprises. Comme le dit par exemple A.-C. Martinet : « Une gouvernance plus complexe, ouverte, horizontale, inclusive apparaît comme condition nécessaire pour guider et réguler la construction d'une entreprise durable et responsable... » (Martinet 2008 : 97).

C'est à l'édification de cette perspective intégrative que nous souhaitons contribuer, en proposant une grille de lecture originale, que l'on peut qualifier de régulationniste, pour instruire la question de la financiarisation des stratégies. La notion de régulation est comprise au sens de la Théorie de la Régulation Sociale de J.-D. Reynaud<sup>4</sup>, dont on sait qu'elle est très proche dans ses fondements de l'Analyse Stratégique des Organisations de M. Crozier et E. Friedberg (1977). Mais du fait de sa posture interventionniste et méthodologique moins affirmée, elle présente un caractère plus ouvert que cette dernière conformément aux souhaits de son auteur<sup>5</sup>. Dans ce cadre régulationniste, la lecture particulière que nous allons mobiliser a été proposée à l'origine par M. Crozier et J.-C. Thoenig sous l'expression de régulation croisée<sup>6</sup>. Elle est proche de ce que J.-D. Reynaud (1988) met sous l'expression de régulation conjointe dans la théorie de la régulation sociale.

Cette lecture se fonde à titre principal sur l'analyse du couple vie du titre / vie de l'entreprise dans le contexte d'une entreprise patrimoniale cotée à actionnariat flottant diffus. Cette analyse sera menée au carrefour des régulations de la sphère financière et de la sphère économique réelle des régulations concurrentielles. La dynamique vie du titre / vie de l'entreprise sera ainsi saisie à l'interface entre les deux mondes précédemment évoqués, donc au carrefour de deux régulations ou au cœur d'une régulation croisée (Crozier & Thoenig, 1975). Ce qui se joue dans cette régulation croisée, dans la mesure où des acteurs se rencontrent autour des incertitudes de la vie des projets productifs et de la vie du titre, c'est un

---

l'entreprise et les théories de la gouvernance.

<sup>4</sup> La théorie de la régulation sociale de J.-D. Reynaud est particulièrement accessible à travers quatre sources : un article, 'Les régulations dans les organisations : régulation de contrôle et régulation autonome', paru en 1988 dans la Revue Française de Sociologie ; deux ouvrages de J.-D. Reynaud : 'Le conflit, la négociation et la règle' (1995) qui reprend ses principaux articles ; 'Les règles du jeu ; l'action collective et la régulation sociale' (1989/1997) qui représente un travail de synthèse ; un ouvrage coordonné par Gilbert de Terssac (2003), 'La théorie de la régulation sociale de Jean-Daniel Reynaud. Débats et prolongements', qui vise à mettre en débat, à prolonger et approfondir la théorie de la régulation sociale.

<sup>5</sup> Une présentation de synthèse de la Théorie de la Régulation Sociale réalisée en relation avec J.-D. Reynaud sera proposée dans la RFG prochainement (Bréchet 2008, à paraître).

<sup>6</sup> On ne sera pas surpris de voir mobilisés les travaux d'auteurs traditionnellement rattachés à l'analyse stratégique des organisations dans le cadre de la théorie de la régulation sociale. Ces deux sociologies sont naturellement compatibles sur bien des aspects.

marché de comportements. Les uns, le pouvoir managérial de l'entreprise, souhaitent être compris, accompagnés et soutenus dans leurs projets, confrontés qu'ils sont aux incertitudes des univers concurrencés dans lesquels ils évoluent. Les autres, face aux mêmes incertitudes, auxquelles s'ajoutent celles propres des marchés financiers, veulent être à la fois rémunérés pour les risques qu'ils accompagnent et rassurés sur ces mêmes risques en recherchant et favorisant des comportements connus voire formatés. Cette opposition entre l'offre d'entreprises ou de projets productifs singuliers, proches de la figure du prototype, et la demande de titres d'entreprises qui « rentrent dans les clous », peut s'interpréter dans les termes connus des dialogiques autonomie-contrôle ou différenciation-standardisation. Ce sera la logique de notre compréhension de la question de la financiarisation des stratégies et plus largement des régulations du capitalisme dans un contexte de recours au marché financier.

Disons immédiatement que nous nous intéresserons d'une part à l'influence du marché financier via les fluctuations de la valeur du titre et, d'autre part, à l'influence des acteurs et dispositifs qui représentent le marché. Nous excluons les prises de participation actives au capital de l'entreprise.

Nous proposerons en premier lieu les bases de la lecture théorique en termes de régulation croisée. Cela nous amènera à comprendre cette régulation qui articule la régulation sur le marché des projets productifs et la régulation sur les marchés financiers comme un marché de comportements. Nous le ferons à travers le prisme d'une entreprise patrimoniale ayant eu recours aux marchés financiers, mais pour laquelle la propriété de l'entreprise reste familiale et le capital flottant diffus. En second lieu, nous serons en mesure d'apprécier l'intérêt de notre problématique régulationniste pour aborder la question de la financiarisation des stratégies et plus largement du capitalisme.

## **1. La vie du titre et la vie de l'entreprise comme expression d'une régulation croisée**

'Comment s'établit une régulation commune ou comment plusieurs régulations d'origine différente entrent-elles en conflit ou se composent-elles ? Le paradigme qui permet de le comprendre est moins celui du marché que celui de l'entreprise, moins celui de l'agrégation des décisions individuelles que celui de la négociation, du contrat et du conflit' (Reynaud 1997 : XVIII). Ces propos de J.-D. Reynaud fixent assez bien le cadre dans lequel notre réflexion va s'inscrire : une théorie régulationniste qui peut se comprendre aussi, à bien des égards, comme une théorie de la négociation : la négociation comme situation où les

parties en présence mettent en œuvre leur pouvoir respectif pour influencer une décision. N'échappent guère à cette définition que les figures largement théoriques du marché avec la fixation instantanée du prix et de l'autorité pure avec l'idée d'une contrainte absolue. La négociation ainsi comprise se distingue d'un rapport de forces (bien qu'elle comporte des rapports de pouvoir, elle n'est pas la résultante d'un parallélogramme de forces), mais aussi d'un calcul d'optimisation (elle n'équivaut pas aux calculs que pourrait faire un bon économiste informé des préférences des deux parties)<sup>7</sup>. Dire que les relations sociales ou d'échange mettent en jeu une négociation, c'est aussi bien pour la TRS que pour l'ASO orienter le regard de l'observateur et l'effort de théorisation vers ce qui se joue dans la relation : des échanges négociés de comportement, du pouvoir dirait l'ASO<sup>8</sup>. La négociation ne se comprend pas comme un simple marchandage qui se dénouerait par quelques transactions qui le concluraient. C'est une relation qui se noue, un échange social réglé qui suppose de se mettre d'accord sur les règles même de l'échange.

La notion de régulation croisée a été avancée par M. Crozier et J.-C. Thoenig (1975) pour saisir les modalités par lesquelles les décisions se prenaient dans un Département en France. Retenant que le Département (le système politico-administratif départemental français) qu'ils analysaient constituait un système inter-organisationnel complexe, il associait à cette idée de système celle de régulation (d'intégration, d'homéostasie), régulation d'un jeu d'ensemble dont il convenait de montrer l'existence et d'en comprendre les règles et les jeux particuliers. La régulation croisée apparaissait alors à l'interface de la filière administrative et de la filière politique et c'est seulement à cette interface que pouvait se comprendre le système décisionnel départemental français. Celui-ci apparaissait comme ni hiérarchique, ni démocratique, ni contractuel, mais bien comme un processus croisé, une régulation faisant appel à des passages, donc à des médiations et des arbitrages, entre filière élective et filière administrative (bureaucratique) (Crozier et Thoenig, 1975 : 11).

Cette problématique de la régulation croisée, nous proposons de la transposer au contexte des liens entre le monde réel des régulations concurrentielles et le monde financier des offreurs de capitaux (cf. schéma 1). En étant plus restrictif et plus précis, entre les offreurs de projets productifs via l'offre de titres cotés et les offreurs de capitaux via la demande de

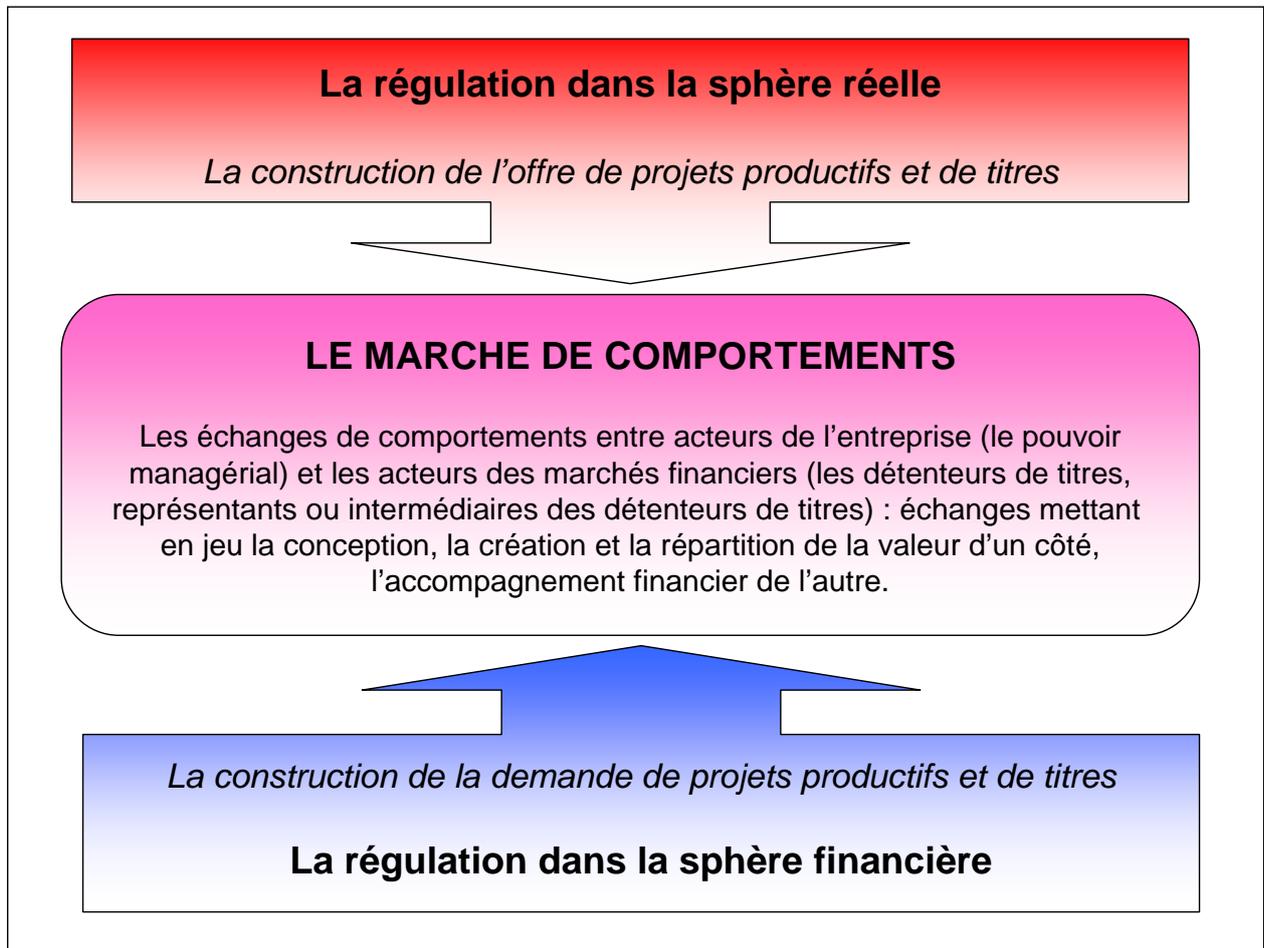
---

<sup>7</sup> Elle est, nous dit J.-D. Reynaud lors d'échanges que nous avons eus (Bréchet 2008), pour reprendre en la détournant un peu une expression de Thomas Schelling, la recherche d'un *commitment*, par exemple d'un point focal sur lequel les deux parties sont en quelque sorte « obligées » de se retrouver.

<sup>8</sup> La relation de pouvoir définie comme un échange négocié de comportements (Friedberg 1993 : 124, 141).

titres cotés et donc celle de projets productifs.

### Schéma 1 : La régulation croisée en tant que marché de comportements



Nous délaissions donc les rapprochements entre offre et demande de financements à caractère bilatéral ou multilatéral (financements bancaires directs, participations des banques ou des fonds d'investissement au capital ou, dit autrement non intermédiés par le marché boursier) : pour exemple, le 'marché' en plein développement des LBO où les financeurs (banques, capitaux-risqueurs...) participent à l'animation de ce que l'on pourrait considérer comme un substitut du marché dans un contexte de relations multilatérales. Disant cela, nous considérons que le marché boursier à travers ses institutions (Euronext, AMF, SFAF...), ses modalités de fonctionnement (règles de cotation, règles d'information et de communication...) constitue une forme d'intermédiation.

La régulation croisée, on aurait pu aussi envisager l'expression de régulation

conjointe<sup>9</sup>, se comprend en tant qu'elle met en jeu le couple vie de l'entreprise / vie du titre. L'entreprise en tant que projet productif, prototype marqué par une incertitude radicale ; le titre en tant qu'il représente un projet productif, même si s'expriment des dispositifs d'autonomisation de nature conventionnelle dans un contexte d'incertitude comportementale des acteurs des marchés financiers.

### ***1.1. Les assises d'une lecture régulationniste***

Cette question des assises d'une lecture en termes de régulation est aussi celle que se posaient M. Crozier et J.-C. Thoenig lorsqu'ils s'interrogeaient pour savoir si l'ensemble politico-administratif départemental qu'ils étudiaient formait système. Suivant en quelque sorte leur exemple, nous allons décrire et établir la réalité systémique que nous étudions.

#### ***1.1.1. Le contexte de l'offre et de la demande de projets productifs et de titres***

La régulation croisée se comprend comme la rencontre deux régulations : la régulation dans la sphère réelle et la régulation dans la sphère financière. Nous considérons que l'offre dans le monde concurrentiel réel (que nous allons dénommer ainsi par opposition à celui de la finance) porte sur des projets productifs, même si elle est médiatisée par le titre sur le marché boursier. De la même façon, la demande de titres est aussi comprise comme une demande de projets productifs.

Le titre est perçu par les juristes comme un droit de propriété, par les financiers comme un droit de 'tirage' en situation risquée. Nous considérons le titre comme support d'échange de comportements entre la sphère des projets productifs et la sphère financière. Pour le dire autrement, ce qui se joue dans l'échange n'est pas qu'une transaction portant sur un titre, mais une négociation politique qui met en jeu les termes de l'échange. C'est plus qu'un marchandage portant sur un bien, ici le titre, et bien une négociation sur des comportements attendus de part et d'autre.

Revenons sur l'idée que l'achat porte sur un projet productif, compris comme expression d'un modèle de création de valeur pour les clients ou utilisateurs en univers concurrencé. Pas d'échange possible s'il n'y a pas un entrepreneur qui propose un projet productif et le réalise. Dans certains cas, on ne peut acheter que le projet (création d'entreprise, internet...) dans d'autres cas on achète un projet concrétisé dans une structure

---

<sup>9</sup> En reprenant la terminologie de J.-D. Reynaud qui qualifie ainsi les situations où des régulations se rencontrent avec les phénomènes de pouvoir et de négociation que recouvrent de telles rencontres.

qui participe de la valorisation d'ensemble mais, pour autant, la valeur du bien échangé ne saurait se résumer à la valeur d'estimation des actifs.

Quant à la demande de titres, qu'elle soit le fait d'acteurs (investisseurs institutionnels, assureurs, banques, particuliers) pour un simple placement passif (*sleeping partner*) ou pour le placement actif (volonté d'intervenir sur le projet de la part de partenaires financiers actifs ou de partenaires industriels...), nous retenons que, dans tous les cas, elle correspond à une demande de projets productifs. Elle n'est pas dissociée de ce rapport avec le réel, même si les lectures conventionnalistes – cf. travaux de A. Orléan (1999) - nous invitent à penser la dissociation en considérant les phénomènes d'évaluation autoréférentielle.

Nous retenons donc trois hypothèses spécifiques de notre travail :

1/ le titre se trouve à l'interface d'une régulation financière (le marché du titre coté qui met en jeu la valeur du titre) et d'une régulation réelle (le marché des projets productifs qui met en jeu la valeur du projet productif que représente le titre).

2/ les projets productifs, représentés pour partie par des titres cotés, se trouvent aussi à l'interface d'une régulation réelle (la régulation concurrentielle en univers disputé sur les ressources et les débouchés) et d'une régulation financière (la régulation potentielle qu'exerce le marché financier sur le contenu du projet productif). Dit autrement pour cette dernière facette, les projets de l'entreprise peuvent être modifiés par le jeu de la fluctuation du titre ou de l'intervention directe ou indirecte des acteurs du marché. Nous excluons les mécanismes d'OPA, et les entrées dans le capital d'acteur industriel. Les actionnaires sont essentiellement des opérateurs financiers ou des investisseurs individuels : en incluant bien entendu la spécificité des fonds de gestion.

3/ Le contexte est celui d'une économie de la qualité (Eymard-Duvernay 1986 ; Karpik 1989 ; Gomez 1994) ou de la singularité (Karpik 2007), ou bien encore d'un marché de prototypes (François 2002). Ce qui signifie que l'incertitude règne sur la qualité du bien échangé. Exprimé différemment, la stratégie, comme comportement dans l'incertain<sup>10</sup>, est au fondement de l'entreprise (Child 1997) et de ses projets en univers concurrencé (Martinet 1984, Bréchet, 1994 ; Desreumaux & Bréchet 1998). C'est une incertitude radicale au sens de Knight, donc non probabilisable, même si les entreprises, et notamment les entreprises dominantes dans leur secteur, cherchent à la maîtriser au maximum. L'incertitude sur la valeur du titre est à rapprocher directement de l'incertitude sur la valeur de l'entreprise et des choix qu'elle opère. L'incertitude sur le titre est consubstantielle à l'incertitude qui est au



cœur du fait stratégique. Comme le dit A. Orléan, l'incertitude qui pèse sur la valeur fondamentale est une donnée objective du capitalisme, un fait incontournable que le capitalisme doit affronter (Orléan 1999 : 21).

### *1.1.2. Les interdépendances et les effets de système*

Comme nous l'avons brièvement évoqué, qui dit système dit régulation, et comme le rappellent M. Crozier et J.-C. Thoenig (1975 : 5), il est légitime de considérer un phénomène comme un système si l'on peut apporter la preuve que le système est plus que la somme de ses parties et qu'un jeu collectif s'impose indépendamment des intentions et des volontés des acteurs.

On ne saurait, bien évidemment, parler de régulation croisée s'il n'y avait interdépendance entre les deux univers en jeu, donc si l'entreprise ne recourait pas aux marchés financiers et si l'on n'émettait pas l'hypothèse d'une influence de ces derniers sur l'entreprise et plus globalement sur la sphère réelle. Cette observation d'évidence peut-elle s'étendre aux périodes plus ou moins longues durant lesquelles l'entreprise n'a pas besoin des marchés financiers pour son financement ? Si l'entreprise pour de multiples raisons n'a pas besoin de financement, l'interférence avec le monde financier s'en trouve limitée. Limitée mais pas absente. Les évaluations du titre, voire les turbulences qu'il connaît, ne sont pas sans influence sur la vie de l'entreprise. Le pouvoir managérial ne peut se désintéresser de la vie de son titre pour plusieurs raisons : en fonction de la composition de l'actionnariat, notamment si des gros porteurs sont présents et influent fortement de par leurs réactions sur la valeur du titre ; s'il existe une participation des salariés ; si les dirigeants eux-mêmes détiennent des titres ; si la famille détient des titres. Dans tous ces cas de figure, non exhaustifs, les fluctuations de la valeur du titre ne peuvent être ignorées. En dehors de ces interprétations en termes de détention, il reste aussi la pression qu'exerce sur tout décideur un jugement négatif sur ce qu'il fait. Les diverses procédures et dispositifs par lesquelles les projets de l'entreprise se donnent à voir (analystes, communication...) constituent aussi une interférence non négligeable avec les comportements de l'entreprise et de ses dirigeants.

L'analyse stratégique des organisations a bien mis en évidence le caractère indissociable du concept de système et de celui de jeu. Il y a système si les acteurs ne peuvent s'ignorer les uns les autres, donc s'il y a interaction stratégique. Il y a système s'il y a enjeu et jeu. Le jeu comme figure fondamentale de l'action humaine, indissociable de celle de

---

<sup>10</sup> S'opposant ainsi au comportement programmé selon E. Morin (1977, 1980).

pouvoir, qui permet d'associer l'idée de contrainte et de liberté comme le rappelle E. Friedberg (1993). Cette idée peut être poursuivie en retenant que ce qui s'échange dans le jeu, ce qui se négocie, ce sont des comportements : les acteurs de l'entreprise attendent des comportements d'accompagnement et de soutien de la part des acteurs financiers ; ces derniers attendent des acteurs du monde réel des projets et des projets attractifs. Nous développerons ces aspects un peu plus loin.

Les interférences et les effets de système s'expriment aussi à travers des interdépendances plus indirectes mais tout aussi présentes, prégnantes et contraignantes. Se trouve ici en cause l'influence des régulations systémiques englobantes : des phénomènes de pouvoir et de régulation volontaire (de la part d'acteurs influents du monde industriel, de la finance ou des instances de régulation) ; des phénomènes de régulation émergente dans une lecture de nature évolutionniste avec ses phénomènes concurrentiels de sélection et d'éviction.

Le poids des régulations financières peut ainsi se faire sentir par les effets de structuration du système productif. Il faut en effet tenir compte des phénomènes de structuration du tissu économique et des effets d'entraînement liés à une forte imbrication sphère financière/sphère réelle dans le cas des firmes motrices comme les désignait F. Perroux : tout cela a un impact sur la régulation réelle et financière d'ensemble comme le montrent bien certains travaux, par exemple dans les industries agroalimentaires. La financiarisation des stratégies se comprend comme l'application des principes de la 'corporate gouvernance' et la mise en œuvre liée de stratégies de recentrage et de délocalisation (Palpacuer & al. 2006).

L'existence d'une régulation de type systémique met aussi en jeu des instances de régulation, des règles et des mécanismes de fonctionnement ou de régulation. Elle est rencontre de régulations et comme le retiennent la théorie de la régulation sociale ou l'analyse stratégique des organisations, l'autorité d'un tiers est requise. Comme le dit E. Friedberg (1993) - nous reviendrons ultérieurement sur ce point -, toute régulation est à la fois endogène et exogène. Ces régulations à caractère institutionnel ne sont pas sans enjeux pour les acteurs du système.

De fait, le système, et c'est une des facettes incontournables de l'analyse systémique, assure certaines fonctions pour les acteurs englobés et englobants par le jeu des interdépendances et des effets d'entraînement et de structuration de nature systémique, à la fois intentionnels et non-intentionnels (phénomènes d'émergence). Pour exprimer simplement

ce qui resterait à préciser, disons que la régulation à caractère systémique contribue au fonctionnement du système capitaliste auquel elle participe.

Il demeurerait à instruire l'idée bien perçue par l'analyse stratégique des organisations - J.-C. Thoenig (1986) sur le secteur de l'électroménager - que les négociations entre certains acteurs du système se font en reportant sur des tiers, non directement partie prenante des échanges, les externalités positives mais surtout négatives des négociations et des jeux. On peut aisément interpréter ici cette lecture en voyant dans les diverses parties prenantes de l'entreprise – salariés, tiers, petits porteurs... - des acteurs non inclus dans certaines régulations qui mettent directement aux prises dirigeants et actionnaires, mais des acteurs qui vont parfois supporter directement le coût de certains choix. Dans le même ordre d'idées, les impacts positifs ou négatifs, à l'échelle des territoires et des milieux naturels, de certains choix, relèvent d'une lecture comparable.

## ***1.2. L'inscription dans la régulation***

L'entreprise que nous allons évoquer et mobiliser à titre principal pour illustrer notre propos est l'entreprise Fleury-Michon. Elle a été retenue car il s'agit d'une importante entreprise patrimoniale cotée, à actionnariat flottant diffus et nous en avons une connaissance directe<sup>11</sup>. L'inscription dans la régulation sera comprise en trois temps : la vie avant la décision d'entrer en bourse, la décision d'entrer en bourse, le placement et la création du marché du titre.

### ***1.2.1. La vie de l'entreprise patrimoniale avant la décision d'aller en bourse***

La régulation croisée que nous abordons ne saurait être instruite de la même façon selon les phases de vie de l'entreprise, ni dans l'ignorance des histoires des dirigeants et de leur lien historique avec les parties prenantes et l'histoire de l'entreprise elle-même.

Fleury-Michon est créée en 1925 par deux beaux-frères d'origine vendéenne. L'entreprise spécialisée à l'origine dans l'abattage, la découpe et le négoce de viande de porc, développe à partir de 1974 la préparation de plats cuisinés frais en libre service. L'histoire de l'entreprise est ensuite marquée par l'arrivée dans la famille propriétaire et dans l'entreprise d'Yves Gonnord qui est nommé PDG en 1990. L'entreprise connaît sur une dizaine d'années une croissance importante fondée sur le déploiement de la marque Fleury-Michon. Celle-ci a un statut de marque ombrelle susceptible de porter le développement de l'entreprise sur nombre de produits alimentaires. En 2000, face à la nécessité de la gestion du patrimoine familial et à une certaine exigence de liquidités, anticipant aussi des besoins financiers pour assurer son développement, notamment en lui donnant des capacités de croissance externe, le groupe décide de s'introduire en bourse. L'introduction longuement discutée, portée par le PDG et bien comprise des actionnaires familiaux est un succès. Le titre se place plus de 7 fois

---

<sup>11</sup> Au-delà de l'effort d'investigation sur l'entreprise à travers l'information disponible, l'un des auteurs a été directement impliqué dans l'accompagnement de l'introduction et reste un interlocuteur privilégié de l'entreprise.

(opération sursouscrite près de 6 fois en ce qui concerne les particuliers et plus de 10 fois en ce qui concerne les institutionnels) et connaît une évolution très favorable (+20%) au cours des mois qui suivent l'introduction en bourse (année 2000). Sur une longue période (2000 – 2007), la progression du titre est supérieure à 80%.

Il s'agit d'une entreprise patrimoniale dès son origine qui, à un moment donné de sa vie, accède à la cotation sur le second marché. Elle conserve son caractère patrimonial après la cotation du fait de la majorité des titres conservés dans la famille et de l'actionnariat diffus pour le solde ou dit autrement pour le flottant (cf. tableau de présentation de la composition de l'actionnariat de l'entreprise comme indiqué dans le tableau ci-dessous).

#### Composition de l'actionnariat de Fleury-Michon (fin 2006)

Poids des actionnaires familiaux et de la société (en %)	Composition du flottant (en %)
Famille : 59,7 Autocontrôle : 5,2	Public et institutionnels : 32 Salariés : 3,1

Le premier élément de constat est que l'on n'a pas affaire à une entreprise jeune, *a fortiori* en création, mais à une entreprise ayant assuré un développement important, acquis des positions concurrentielles reconnues et défendables. C'est une entreprise dont le projet productif est en phase de confortement / expansion. Cette prise en compte du moment de la vie de l'entreprise nous paraît importante. Le marché financier n'a pas participé durant les premières décennies à la création de l'entreprise, encore moins à l'élaboration de son projet productif.

Le dirigeant en place lors de l'introduction est dans l'entreprise depuis plusieurs années. Il a un long vécu, assuré un succès reconnu, participé à la construction de l'entreprise bien réelle (et pas simplement l'institution financière) qu'il dirige à travers un engagement fort. Nous ne sommes donc nullement dans la situation d'un dirigeant 'parachuté', représentant des actionnaires extérieurs. C'est un dirigeant industriel.

Il faut aussi souligner que c'est une entreprise qui décide, après un long passé d'appartenance strictement familiale, d'ouvrir son capital. Certes des besoins de financement ne sont pas exclus à moyen et long terme, mais elle n'est pas sous une réelle pression de ce point de vue. L'introduction est vécue comme un moyen choisi d'accompagner le développement de l'entreprise pour des raisons plurielles.

#### ***1.2.2. La gestation du projet d'aller en bourse : une construction sociale à multiples facettes***

La décision d'accéder à la bourse résulte généralement d'un long processus de réflexion de la part des détenteurs des titres de propriété. Pour les entreprises patrimoniales, de façon générale, le contexte familial joue également un rôle important dans le choix de la bourse. Certains actionnaires familiaux ne veulent pas recourir au marché financier. La confrontation des points de vue au sein des familles fondatrices peut se révéler vive et faire

apparaître d'importantes tensions entre les actionnaires familiaux. Les prétextes d'opposition sont nombreux et assez bien connus : perte d'autonomie, nécessité de communiquer et donc risque de dévoiler des secrets de fabrication, des informations sur les coûts, sur l'argent gagné, risque du diktat de la bourse au jour le jour, etc.

Une fois le sujet débattu entre propriétaires familiaux, plusieurs catégories d'acteurs ou de tiers médiateurs interviennent dans ce lent processus de gestation. Ce ne sont pas des intermédiaires neutres mais bien des individus et des groupes susceptibles de transformer, traduire, modifier et parfois distordre le sens des éléments qu'ils sont censés transporter comme le retient la théorie de l'acteur-réseau<sup>12</sup>.

Pour l'entreprise Fleury Michon, la gestation de l'introduction en bourse a été longue (plus de 2 ans entre les premières réflexions et la date de cotation) et le processus particulièrement soigné en y associant l'ensemble des diverses parties prenantes (actionnaires, salariés, banquiers, conseils,...).

Une première phase a consisté à engager une réflexion avec les experts comptables et commissaires aux comptes du groupe ainsi qu'avec les conseils juridiques.

Puis il a fallu choisir les banquiers introducteurs sur la base d'un processus de sélection fondé sur un appel d'offres et des réunions de présentation au cours desquelles les prétendants à la fonction d'introducteurs ont proposé leur fourchette de valorisation du groupe, leurs premières propositions de montage, les moyens qu'ils comptaient engager pour accompagner l'entreprise ainsi que leurs propositions tarifaires.

Le dirigeant du groupe Fleury-Michon, Yves GONNORD, PDG<sup>13</sup>, a souhaité engager ensuite une réflexion approfondie avec, d'un côté, le conseil de famille et d'un autre, le Conseil d'Administration. Chaque membre pouvait librement, en présence du banquier introducteur et des conseils, formuler ses interrogations (notamment en matière de techniques boursières) et indiquer clairement ses préférences ou émettre, sur certains points, des réserves. Les réunions ont représenté plusieurs demi journées de travail au cours desquelles les échanges ont été libres et intenses.

La société de bourse a procédé parallèlement à un travail précis de valorisation du groupe, en associant un expert spécialiste des marques présentes dans la grande distribution (Jean Noël Kapferer – HEC).

L'agence de communication a eu pour mission de préparer les supports de présentation ; son rôle aura été particulièrement précieux dans la mesure où la veille de l'introduction en bourse de Fleury-Michon, un concurrent du groupe (Paul Predault) annonçait qu'il était durement frappé par une crise de listériose. Le groupe Fleury-Michon a dû expliquer en détail de quelles mesures il disposait pour prévenir une telle crise.

Les « tiers accoucheurs » - les conseils de l'entreprise, juridique notamment, l'expert-comptable, le banquier - vont participer à la construction de la décision d'aller en bourse et par là-même à la gestation. Ils sont généralement les premiers consultés par le dirigeant en quête d'un appui ou pour le moins soucieux de recueillir l'avis des « spécialistes ». Leur sensibilité personnelle vis-à-vis de la bourse, leur volonté de s'immiscer ou non dans le débat familial, leur pratique antérieure d'un éventuel dossier d'introduction en bourse, les relations qu'ils entretiennent localement avec le secteur bancaire (alternative potentielle au financement boursier), le caractère plus ou moins potentiellement attractif de l'opération en

---

<sup>12</sup> Cf. pour une présentation de synthèse récente Latour (2006).

<sup>13</sup> La société a choisi, plusieurs années plus tard, de se transformer en SA à Directoire et Conseil de

termes d'honoraires, le risque que le dossier leur échappe, tous ces arguments font qu'il est rare que les conseils de l'entreprise rendent un avis tranché. Un peu plus en aval des premiers moments, l'agence de communication est également un acteur incontournable dans le processus d'accès au marché boursier. Son travail consiste à préparer le discours de présentation de l'entreprise. Il peut contribuer à la réflexion des dirigeants de l'entreprise.

Dans la phase de construction de la décision, les « tiers adopteurs » jouent aussi un rôle. Ils représentent les premiers acquéreurs potentiels. Dans le cadre d'une introduction en bourse, les banquiers accompagnateurs testent préalablement le marché en constituant un panel d'investisseurs (analystes ou gérants) qui vont, sous couvert d'une totale confidentialité, accepter de donner leur point de vue sur les modalités envisagées de l'opération.

Le point de vue des parties prenantes que sont les salariés appelle un regard particulier. Ce point de vue peut tout simplement être ignoré. Mais certaines sociétés acceptent d'associer leurs salariés en les considérant de fait comme des créanciers résiduels en fonction de l'impact de leur engagement sur les résultats et donc de leur intéressement alors normal aux bénéfices.

Ainsi, Yves Gonnord, souhaitant développer l'actionnariat salarié a-t-il demandé au responsable des opérations financières de la banque partenaire de venir présenter le projet aux représentants des salariés (délégués du personnel, délégués syndicaux) faisant ainsi de l'introduction en bourse un moment privilégié d'implication des personnels. Observons qu'une autre entreprise régionale, VM MATERIAUX a procédé, quelques années plus tard, à l'image de Fleury Michon, à une opération similaire. Notons que les deux sociétés entretiennent des liens étroits, Yves GONNORD étant par exemple membre du conseil de surveillance de VM MATERIAUX.

Au point où nous en sommes, on peut faire le lien avec nos propos de départ, en mobilisant une réflexion intéressante de P. François (2002) dans son analyse sociologique du marché des concerts de musique ancienne, considéré comme marché de prototypes. La construction de l'échange lors de la phase de gestation se comprend à la fois comme construction de l'opportunité de l'échange (provocation de la volonté d'échanger entre les parties), construction de la prestation échangée à travers son contenu même (la concurrence hors-prix, ce que le titre va recouvrir, les droits et avantages associés) et son prix. Cet emprunt se justifie si l'on retient que toute entreprise peut être considérée comme une forme de prototype comme nous l'avons précédemment évoqué : singularité voire unicité de ce qu'elle représente, fait stratégique au fondement de ses choix de développement, incertitude radicale sur son devenir, etc.

### ***1.2.3. La naissance du marché du titre : du placement à la création du marché***

Lors de la phase d'introduction en bourse, sur un entre-deux entre gestation et naissance à proprement parler, la société candidate à l'accès au marché boursier va s'engager dans un processus d'information « lourd » (rédaction d'une note d'information, réunions d'information auprès de publics variés : analystes financiers, gérants, grand public, salariés, présentation en groupes ou en « one-to-one »). Ce processus est par ailleurs étroitement encadré (calendrier serré, visa requis de l'Autorité des Marchés Financiers en cas d'Appel Public à l'Epargne, notes nécessaires d'analystes financiers, efforts de promotion par les financiers en charge de l'introduction).

La question de la politique de placement est centrale. Deux grandes options s'offrent à l'entreprise : le placement auprès des investisseurs institutionnels vs celui auprès de personnes privées (auprès de 'la veuve de Carpentras' entend-on dire parfois). On peut aussi s'interroger sur l'opportunité de rechercher des investisseurs partageant les valeurs et visions du dirigeant. Enfin on retrouve ici, comme précédemment, la question des rapports avec les salariés et leurs représentants, notamment syndicaux. Qu'une partie du capital soit réservée aux salariés n'est pas toujours apprécié pas certains fonds qui voient dans ces pratiques des dispositifs préférentiels sans fondement et qui portent atteinte à la richesse des actionnaires : diminution de la quote-part des autres, système préférentiel dilutif.

Dans le cas de Fleury-Michon, les dirigeants ont choisi d'utiliser l'ensemble du dispositif légal permettant d'associer les salariés à une telle opération. Le principe d'augmentation de capital réservé aux salariés représentant plus de 3% du capital (avec décote de 20% - le maximum autorisé – sur le prix proposé) a été voté par les actionnaires de la société. Les modalités de cette opération ont été présentées à l'ensemble des salariés (environ 3400 personnes) au cours de réunions d'information organisées sur le temps de travail par petits groupes de salariés (30 personnes environ, donc au total environ 100 réunions). Ces réunions ont été animées par un binôme composé d'un cadre de l'entreprise Fleury-Michon et d'un cadre de la banque introductrice. Yves Gonnord, conscient que la présence de l'encadrement pouvait constituer une pression, a souhaité aussi des échanges libres : à l'issue de ces réunions, les salariés pouvaient venir s'informer ou faire état de leur situation personnelle auprès de cadres bancaires mis à disposition, ceci en dehors de toute présence de l'encadrement (organisation de points d'information à accès libre). Une ligne téléphonique était également mise à disposition afin de permettre au personnel d'évoquer sa situation ou de s'informer en dehors du contexte de l'entreprise.

Sur le plan financier, le groupe Fleury-Michon a retenu l'ensemble des dispositifs autorisés, à savoir : décote sur le prix d'introduction, abondement, prêt au personnel ayant des petits salaires. Ceci afin de permettre un accès de tous les salariés aux actions de l'entreprise.

Le dispositif a connu un tel succès (sursouscription de plus de 20 fois) qu'il a fallu mettre en place un processus de fin d'allocation des titres. Les dirigeants ont privilégié un mécanisme d'allocation permettant au plus grand nombre de salariés de participer.

Les conditions de l'adoption importent sur la vie du titre, notamment lors de la phase d'introduction que nous considérons ici (cf. ci-après pour ce qui est de la régulation en

général). L'introduction en bourse apparaît alors comme un moment riche d'enseignements en matière de comportement des investisseurs. La variété potentielle de leurs comportements se montre grande au regard de divers critères (durée probable de détention des titres, nature des investisseurs eux-mêmes - actionnariat familial, étatique, investisseurs non financiers, investisseurs institutionnels avec pour cette dernière catégorie un détail plus fin distinguant les fonds de pension, les gestionnaires pour compte de tiers, les banques ou compagnies d'assurances, les hedge funds, ...).

Lors de l'introduction de Fleury-Michon, la cible d'actionnariat visée était constituée, en dehors de l'opération réservée aux salariés, d'un tiers environ de particuliers en direct, d'un tiers d'investisseurs institutionnels français et d'un tiers d'investisseurs institutionnels étrangers.

Pour tendre vers cette cible (laquelle a été atteinte dans la mesure où l'opération a été sursouscrite par l'ensemble des segments d'investisseurs), des moyens de marketing boursiers adaptés ont été mis en œuvre. Pour le grand public, des réunions d'information ont été organisées en proximité (Nantes, La Roche sur Yon, Les Herbiers, Pouzauges,...) avec des relais dans la presse quotidienne régionale. C'est une démarche d'implication dans la région à bien des égards originale. Pour les investisseurs français, outre la traditionnelle réunion d'analystes financiers (organisée avec la société Française des Analystes Financiers – SFAF), des contacts bilatéraux (« one to one ») ont été organisés. Enfin, des réunions de présentation (« road shows ») ont été organisées à l'étranger (Londres, Edinburgh, Genève).

Nous venons de présenter les phases très liées de gestation et d'introduction qui mettent aux prises les acteurs de l'entreprise et des marchés : acteurs directement impliqués, représentants de ses acteurs ou tiers médiateurs qui jouent un rôle dans la construction de l'échange qui se met en place. Les moments où l'entreprise cherche à lever des fonds relèveraient d'une analyse largement comparable.

### ***1.3. La vie de la régulation***

Sur la base du schéma 1 de présentation de la régulation croisée, nous considérons que la construction de l'offre de titre, si elle peut toujours figurer sur le schéma, doit se comprendre comme une présentation des comportements et des choix de l'entreprise qui sont donnés à voir et mis en scène. Les marchés financiers s'expriment quant à eux de deux façons : à travers les fluctuations de la vie du titre, à travers des acteurs médiateurs, déjà présents pour certains lors de la gestation et de l'introduction. Observons ici que, d'un point de vue théorique, nous délaissions toute idée d'un quelconque déterminisme qui se logerait du côté des acteurs ou du système. L'idée même de régulation sous-entend que c'est un jeu qui se joue, certes avec ses règles, mais aussi avec ses degrés de liberté, les négociations et les relations de pouvoir qui existent entre les protagonistes en fonction des atouts dont ils disposent. Aussi, nous nous bornerons ici à rappeler quelques éléments pertinents de



caractérisation des situations de jeu.

### ***1.3.1. Le poids des conditions initiales de placement***

L'évolution du titre et l'apparition d'un véritable marché dépendent étroitement des conditions initiales du placement et plus particulièrement des cibles d'actionnariat visées et des modalités d'allocation de titres. Parmi les facteurs discriminants, on retiendra : le caractère diffus de l'actionnariat (par opposition à un actionnariat concentré entre les mains de quelques fonds d'investisseurs institutionnels), la participation des salariés, la représentation et l'adhésion des acteurs du territoire.

Dans le cas de Fleury-Michon, les dirigeants ont souhaité que le placement soit organisé afin de permettre d'atteindre des cibles variées d'actionnaires et, notamment, pour le tiers environ du placement, des personnes physiques. Cette variété des investisseurs a permis de limiter, dans les premières séances de cotation post-introduction, le retour de papier et d'éviter le recours à un contrat de stabilisation. Par ailleurs, dans les années qui ont suivi l'introduction en bourse, le titre s'est à plusieurs reprises bien tenu alors que le marché boursier était orienté à la baisse. Ce comportement du titre en bourse a permis aux dirigeants du groupe de mesurer l'impact des conditions initiales d'un placement sur la vie ultérieure du titre (« réussir à créer un marché harmonieux, ce n'est pas seulement réussir le placement initial »). Le placement diffus du papier auprès de cibles diversifiées d'actionnaires n'ayant pas les mêmes attentes ni les mêmes comportements tempère les fluctuations du titre.

La présence de salariés au capital, par l'intermédiaire d'un Fonds Commun de Placement des Entreprises (FCPE), a permis également de modérer les excès de l'évolution du cours de bourse et d'introduire des comportements différents en matière d'achat et de vente. En contrepartie de la décote sur le prix d'acquisition initial, les salariés prennent l'engagement de conserver leurs titres pendant cinq ans (sauf cas de déblocages anticipés prévus par la réglementation). Même si la part des salariés dans le total de l'actionnariat est modeste, cet engagement contribue à stabiliser le titre et introduit des comportements d'investissement différents de ceux liés à la spéculation boursière.

La représentation et l'adhésion des acteurs du territoire est difficile à apprécier dans la mesure où les conditions d'enregistrement des ordres lors d'un placement ne permettent pas de connaître les motivations des investisseurs. Dans le cas de Fleury-Michon, on notera cependant que du côté des personnes physiques, certains investisseurs significatifs ont librement affirmé lors de la transmission de leurs ordres qu'il s'agissait pour eux d'un investissement qui ne se limitait pas à un acte financier mais comportait un engagement plus important : « une valeur de fond de portefeuille » acquise par adhésion à certaines dimensions, notamment d'enracinement local, de respect des conditions d'élaboration des produits finis, etc. Il reste toutefois difficile de mesurer la concrétisation de ces engagements. S'agissant des institutionnels, on observera que les acteurs locaux présents au capital n'ont pas souhaité vendre la totalité de leurs lignes lors de l'introduction, témoignant ainsi de leur appui aux actionnaires de référence et au management en place. Certains de ces partenaires financiers régionaux possédaient encore leur ligne de titres plusieurs années après l'introduction en bourse.

### ***1.3.2. L'influence des tiers médiateurs ou prescripteurs***

Il s'agit ici d'aborder le rôle des médiateurs dont nous avons déjà évoqué la présence et le rôle dans les phases de gestation et d'introduction.

C'est principalement lors de la réunion des analystes financiers et des contacts qui s'en suivent (*one-to-one*) que se joue l'influence des tiers médiateurs et prescripteurs. Deux fois par an, en effet, les sociétés cotées sur un marché réglementé vont présenter la marche de leur affaire (comptes semestriels et comptes annuels) aux analystes financiers. Cette

présentation se déroule généralement à Paris sous la forme d'une réunion d'une heure environ à laquelle assistent, selon la taille et l'intérêt de la société, de cinquante à cent analystes financiers, membres pour la plupart d'entre eux de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF). La société invite généralement quelques personnes d'horizons différents de celui des analystes (investisseurs, gérants de fonds, ...). La presse financière mais aussi la presse sectorielle sont également la plupart du temps présentes (soit directement à la réunion des analystes soit dans le cadre d'une conférence de presse spécialement préparée à cet effet).

L'échange entre le management de la société et les analystes est un rituel bien rodé qui démarre par une présentation de l'activité de l'entreprise (activité de chaque segment d'activité, comparaison avec le secteur, taux de progression) puis les résultats financiers (soldes intermédiaires de gestion, tableau de financement et des flux, équilibres du bilan, éléments exceptionnels et retraitements) pour se poursuivre par les perspectives, certaines sociétés acceptant même de s'engager sur des objectifs de résultats pour l'exercice à venir. A l'issue de cette présentation, s'engage un jeu de questions/réponses avec le management de l'entreprise, étant entendu qu'aucune annonce significative ne doit intervenir si elle n'a pas été intégrée dans le communiqué publié le jour même dans un quotidien de diffusion nationale. Même si elle respectée dans la forme, cette égalité d'accès à l'information entre les investisseurs (entre ceux qui assistent à la réunion de présentation et ceux qui n'y assistent pas, entre ceux aussi qui disposent de la technicité financière et les autres) reste toute théorique : il est assez évident qu'on dispose d'informations plus intéressantes -quantitativement et qualitativement - si l'on a assisté à cette réunion d'information pendant plus d'une heure par rapport à ceux qui ont seulement pu prendre connaissance des quelques lignes composant le communiqué officiel. En outre, l'accès direct au management, la possibilité de poser des questions à l'issue de la présentation (pendant près d'une demi-heure) et d'observer les réactions des dirigeants de l'entreprise constitue des atouts précieux. La réunion est généralement suivie d'un cocktail ce qui permet de poursuivre des échanges directs entre les analystes financiers et les représentants de la société (et, pour l'analyste en toute confidentialité, et notamment en dehors du regard de ses pairs).

A l'issue de cette réunion, les analystes vont adresser des conseils d'achat ou de vente du titre à l'attention de leurs mandants que sont les gérants de fonds. Cette recommandation pourra se résumer à une simple 'brève' lors de la réunion quotidienne avec les équipes de gestion (*morning meeting*) soit consister en une analyse plus étoffée (avec argumentaire détaillé, analyse de comptes et éléments prévisionnels, comparaison sectorielle, etc.).

Ces recommandations sont souvent rendues publiques par les bureaux d'analyses et reprises pour les plus marquantes par les journalistes, notamment ceux des journaux spécialisés dans les conseils boursiers. De ce fait, les recommandations des analystes sont portées très rapidement à la connaissance des investisseurs-personnes physiques.

Les sociétés cotées ont par ailleurs l'obligation de publier un communiqué, le jour même de la réunion des analystes financiers, dans un quotidien de diffusion nationale accrédité à cet effet (Les Echos ou la Tribune). Ceci afin de garantir l'information au plus grand nombre (en théorie, informer à l'identique la « veuve de Carpentras » et l'analyste financier, spécialiste d'un bureau parisien).

On constate que les analystes ne sont pas toujours à l'écoute des arguments autres que financiers : aspects de qualité des produits non visibles ou non valorisés immédiatement par les consommateurs actuels, qualité de vie des salariés, préoccupations écologiques, équité dans les relations marchandes, respect des règles de la concurrence, etc.

A noter que chez Fleury-Michon, Yves GONNORD a souhaité pendant les quatre années qui ont suivi l'introduction en bourse que la présentation faite aux analystes financiers soit dupliquée, en région, à l'attention d'un public de personnes physiques : des réunions ont ainsi été organisées à Nantes, Angers, Quimper, Brest, La Roche sur Yon, etc. Par ailleurs, en ce qui concerne le discours, les dirigeants du groupe n'hésitent pas à évoquer la valorisation des produits de l'agriculture française et parfois plus locale, l'importance de l'appartenance au territoire, la qualité de vie et l'écoute des salariés. Sur cette dernière facette, par exemple, une activité de découpe par petits ateliers permettant de meilleures conditions de travail a été privilégiée malgré les remarques d'analystes financiers évoquant des marges d'amélioration de la productivité. Dans le même ordre d'idées, la gestion des nécessaires réorganisations (abandon de l'activité salades par exemple) est abordée en pointant clairement l'accompagnement mis en œuvre sur le plan social (reclassement des salariés avec mesures d'accompagnement) ce qui se traduit par un coût pour le groupe. On retrouve là probablement l'empreinte directe d'un PDG parfois qualifié de « social ». Mais, au-delà de cette lecture rapide et de la facilité de cette qualification, ne faut-il pas plutôt relever la volonté de s'ancrer dans un capitalisme patrimonial, ouvert sur la modernité (accepter de faire coter son groupe, aller rencontrer les investisseurs anglo-saxons, développer un dialogue régulier et fourni avec la communauté financière, procéder à des acquisitions ou à des accords commerciaux, y compris à l'étranger), tout en cherchant à maintenir une relation riche à la pluralité des parties prenantes de l'entreprise (actionnaires dans leur diversité dont les investisseurs personnes physiques, acteurs du territoire en relation avec l'entreprise...), en veillant à corriger certains excès (prise en compte de la qualité des conditions de travail, environnement régional, impacts sociaux des réorganisations...).

Au terme de ces éléments de caractérisation de la situation de jeu, on ne saurait prétendre avoir épuisé la présentation des mécanismes explicatifs. Les pressions, pour certaines plus diffuses, dont se saisit le courant institutionnaliste à travers les phénomènes d'isomorphisme, notamment mimétique, se montrent certainement en jeu (Di Maggio & Powell 1983). De ce point de vue, il est incontestable que la personnalité du dirigeant importe dans les négociations et les régulations qui se jouent. Le dirigeant à la stature d' « Homme d'Etat » qu'appelait de ses vœux P. Selznick (1957) reste d'actualité pour dépasser les comportements de focalisation sur l'actionnaire considérés comme illégitimes (Hafsi & Youssofzai 2008).

Mais ce que nous voudrions maintenant privilégier c'est la vie de la régulation à travers ses tensions pour déboucher sur une lecture en termes de marché de comportements conformément à notre grille de lecture régulationniste.

### ***1.3.3. La régulation et ses tensions***

La vie de la régulation n'est pas que tensions et conflits. Nous allons néanmoins retenir les moments caractéristiques où s'exprime la régulation croisée à travers les négociations et parfois les ruptures qu'elle occasionne.

Un premier cas de figure correspond aux situations dans lesquelles les incompréhensions mutuelles se font jour quand l'entreprise est en posture favorable. Ce cas n'est probablement pas le plus fréquent mais des sources d'incompréhension peuvent apparaître lorsque l'entreprise a habitué le marché à des performances récurrentes de bon niveau et qu'intervient une inflexion sur le plan stratégique. Les tiers prescripteurs sont alors perturbés et qu'ils soient unanimes (et fassent preuve de cohésion) ou divisés, le dialogue avec l'entreprise peut devenir difficile. Si elle en a les moyens l'entreprise peut alors, dans certains cas, prendre la décision de rompre le dialogue définitivement en se retirant du marché. On a ainsi assisté au début des années 2000 à des retraits de la cote (réalisés sous forme d'Offres Publiques d'Acquisition - OPA - ou d'Offres Publiques de Rachat – OPRA - suivies d'Offres Publiques de Retrait - OPR - et de retraits obligatoires) de la part de sociétés qui, lassées du marché, constataient que le dialogue avec les analystes financiers et les gérants était devenu difficile. Dans la mesure où elles disposaient de moyens financiers importants, elles décidaient de sortir de la cotation (opération de « Public to Private »).

Chez Fleury-Michon, les moments de tensions ne sont pas exclus mais peu illustratifs de ce premier cas de figure. Une bonne illustration est fournie par la sortie de la cote de la société Brioche PASQUIER au début des années 2000. Cette société, introduite sur le second marché depuis le début des années 1980, a anticipé le fléchissement de l'activité de certains de ses métiers (brioche et pâtisserie) et souhaité préparer le futur en changeant de stratégie (diversification dans la biscotte). Habitée à communiquer sur des croissances d'activité et de rentabilité à deux chiffres, la société, bien que toujours très en forme et présentant un excellent bilan, a toutefois publié pendant deux exercices consécutifs des performances moindres, bien que toujours bonnes. En réaction aux annonces stratégiques, les analystes ont publié des études négatives ce qui a eu un retentissement immédiat sur le cours de bourse. La persistance de commentaires négatifs et d'analyses recommandant la vente du titre accompagnant les que les pressions baissières sur le titre ont incité les dirigeants à utiliser l'importante trésorerie de l'entreprise (société en posture favorable) ainsi que leurs propres fonds pour racheter le flottant et sortir la valeur de la cote.

Un second cas de figure correspond à des situations d'incompréhension mutuelle quant l'entreprise est en posture défavorable. L'entreprise a besoin des marchés financiers qui peuvent alors la contraindre fortement dans ses choix. Ce cas est probablement celui qui se rencontre le plus souvent et les pressions du marché peuvent revêtir de multiples formes : réduction immédiate des coûts, restructuration et réduction d'effectifs, retrait d'activités, recentrage sur le 'cœur de métier', etc. Cette dernière pression est tellement forte qu'elle incite nombre d'acteurs qui accompagnent l'entreprise en bourse (les « tiers accoucheurs ») à recommander aux candidats à l'introduction ou à la levée de fonds de se débarrasser des activités jugées comme annexes afin se présenter comme des spécialistes (*pure players*). L'impact sur le long terme de ce genre de décisions n'est pas mesuré ; on peut craindre que

les entreprises en soient fragilisées. Cette pression provient bien entendu de l'idée, dangereuse stratégiquement, selon laquelle il revient à l'investisseur en titres, et non pas à l'entreprise, de diversifier son risque grâce aux techniques de gestion de portefeuille.

Dans un tel contexte de tensions, on constate également des pressions pour inciter la firme à se désendetter rapidement par tous les moyens (y compris cessions d'actifs), à privilégier les investissements à retour rapide, à engager des plans de restructuration sans qu'en soient étudiés en profondeur les impacts sociaux ou environnementaux.

Dans la mesure où l'entreprise se trouve en position défavorable, elle ne peut qu'obtempérer et, placée en situation de crise, elle réduira le dialogue avec le marché au strict minimum ; ce dialogue étant d'autant moins profitable et ouvert que les cibles d'actionnariat auront été limitées à quelques acteurs institutionnels.

La pression au recentrage sur le cœur de métier a conduit Fleury-Michon à abandonner son activité découpe préalablement à l'introduction en bourse mais dans un contexte de stratégie volontairement adoptée. Dans des années difficiles, des groupes comme Bénéteau ou VM Matériaux ont pu être conduits à engager des actions de restructuration ou de désendettement significatif. Le cas de Danone illustre également les pressions du marché boursier en faveur d'une stratégie de désengagement et de spécialisation (Perez 2006).

Il nous reste ici à conclure cette première partie illustrative de l'interprétation régulationniste en pointant ce qui est fondamentalement en jeu, à savoir un marché de comportements.

#### **1.4. Un marché de comportements**

Un marché de comportements est au cœur de la régulation.

On peut évoquer un panier de comportements attendus de la part des dirigeants de l'entreprise et qui resterait à préciser et hiérarchiser : accompagnement financier (montant, rythme, non-dépendance de tiers...), développement de la liquidité de l'entreprise, médiatisation et communication, légitimation interne et externe, objectivation des pratiques et des résultats, formalisation et standardisation, etc.

De même, un panier de comportements attendus est repérable du côté des acteurs des marchés financiers : rentabilité et sécurisation de l'investissement sur plus ou moins long terme, assurance d'une bonne gestion, fort potentiel de développement, assurance de liquidité, etc.

Sans pouvoir ici développer ici tous ces points, évoquons simplement la variété des attentes et des comportements que ce soit du côté des entreprises ou du côté des marchés financiers. On mesure la tension qui se joue si l'on trouve d'un côté une offre de

comportements singuliers, prototypiques, originaux et, de l'autre, une demande de comportements rassurants, si ce n'est formatés eu égard à certaines exigences, notamment de visibilité et de rentabilité immédiate qu'exigent certains acteurs des marchés financiers. Sans oublier qu'une certaine originalité est malgré tout requise pour la pertinence et l'intérêt du projet productif (Hafsi & Youssofzai 2008).

C'est la rencontre de ces deux régulations, sur le marché réel et sur le marché financier, avec leurs incertitudes, leurs jeux de pouvoir et leurs stratégies d'acteurs que nous dénommons régulation croisée (ou conjointe mais cette appellation demanderait à être discutée). Le schéma d'ensemble que nous proposons met face à face ou entrecroise deux régulations dans une lecture systémique. Le système tient par l'existence d'un jeu avec ses règles et ses jeux d'acteurs fondés sur des négociations, ses rapports de pouvoir et ses conflits de légitimité qui s'expriment là où l'incertitude en permet l'expression<sup>14</sup>. Le pouvoir se manifeste dans les relations qui se nouent autour des incertitudes et des enjeux des régulations : incertitude liée aux régulations concurrentielles sur l'univers disputé des projets productifs ; incertitude sur le marché des titres liée aux incertitudes précédentes, auxquelles s'ajoutent les incertitudes comportementales des acteurs de ce marché. Les jeux de pouvoir, ou jeux de l'échange négocié de comportements, se construisent, on le sait, autour d'une logique de l'imprévisibilité et de l'incertitude (Crozier & Friedberg 1977, Friedberg 1993). Les stratégies de type offensif visent à augmenter la prévisibilité des autres en réduisant leur marge de manœuvre. Les stratégies de type défensif visent à diminuer sa propre prévisibilité en jouant sur l'incertitude et en protégeant, ou mieux en étendant, sa propre autonomie d'action.

De façon maintenant bien connue, l'échange, on le sait, met en jeu un échange économique et un échange politique. Les acteurs de la négociation échangent des biens et des ressources mais en essayant simultanément de manipuler en leur faveur les termes ou les règles qui gouvernent l'échange. Cette dimension politique est ici active. Mais, jusqu'à quel point le jeu politique peut-il se jouer ? Qu'est-ce qui permet son autonomie eu égard à une régulation strictement marchande?<sup>15</sup>. L'existence de ressources mobilisables par les acteurs d'un système, au minimum l'absence de pénurie grave, permet des jeux que des contraintes de

---

<sup>14</sup> On retrouve bien sûr ici les arguments de l'analyse stratégique des organisations de M. Crozier et E. Friedberg (1977) et ceux de la Théorie de la Régulation Sociale de J.-D. Reynaud qui nourrissent depuis le début notre réflexion d'ensemble.

<sup>15</sup> Cf. Friedberg, 1993, p. 132 auquel nous empruntons les arguments des propos qui suivent.

survie interdiraient<sup>16</sup>. On l'a vu lorsque l'entreprise est contrainte ou tout au contraire lorsqu'elle décide sortir du marché boursier. L'existence et le caractère contraignant de barrières de toutes sortes (techniques, savoirs, économiques, juridiques...) qui ferment le champ et déterminent le degré d'interchangeabilité entre acteurs constitue un deuxième argument d'importance. On le voit aussi à l'œuvre dans la spécificité de l'entreprise qui la rend incontournable dans son secteur et ne permet pas aux acteurs financiers des solutions de placement alternatives. Un troisième argument tient à l'existence (ou l'absence) de techniques de mesure (dispositifs matériels et/ou immatériels : normes, conventions, standards, instruments...) acceptées et maîtrisées par les acteurs, susceptibles de jouer sur l'incertitude naturelle ou artificielle et qui permet ou non une forme d'objectivation. L'objectivation dessert le jeu politique. De ce point de vue, le marché constitue une forme d'objectivation, mais celle-ci ne va pas de soi, c'est un construit comme l'ont montré nombre d'auteurs dans le courant des conventions ou de l'économie de la qualité<sup>17</sup>. Ce processus d'objectivation est à l'œuvre à l'initiative des marchés financiers qui supportent mal les incertitudes comportementales et les comportements par trop originaux des entreprises.

Enfin, la régulation reste incompréhensible si l'on néglige les réglementations (à des échelles diverses : sectorielles, nationales, internationales...), qui enserment le jeu de ce marché de comportements. Certes, parfois les acteurs participent de la construction des règles<sup>18</sup>, décident de s'inscrire dans le jeu en faisant certains choix (ainsi nos entreprises qui vont sur le marché financier), mais on doit considérer avec J.-D. Reynaud (1989) et E. Friedberg (1993) que toute régulation si elle demeure fondamentalement endogène engage toutefois le rôle d'une autorité de régulation et d'arbitrage.

## **2. Les apports d'une approche régulationniste**

Au terme de cet essai exploratoire, nous voudrions faire le lien entre l'approche régulationniste avancée et ce que cela signifie en matière de théorie de l'entreprise, de la gouvernance, et de reconnaissance des attributs des diverses formes de capitalisme.

### ***2.1. La théorie de l'entreprise en question : une perspective***

---

<sup>16</sup> Sans exclure les adaptations difficiles ou les comportements suicidaires (Friedberg 1993: 132).

<sup>17</sup> Cf. Eymard-Duvernay 1986, Karpik 1989, Gomez 1994.

<sup>18</sup> Comme nous l'avons étudié sur l'univers des services à domicile aux personnes âgées (Bréchet et al. 2005) ou sur celui de l'Agriculture Biologique (Bréchet & Schieb-Bienfait 2006).

## ***entrepreneuriale, multidimensionnelle et développementale***

Affirmons immédiatement la teneur de notre propos pour ce qui est de la théorie de l'entreprise ou de l'action collective en jeu dans notre approche, étant entendu qu'il ne saurait y avoir de théorisation de la gouvernance ou du poids des marchés financiers sans le substrat d'une théorisation de l'entreprise<sup>19</sup> :

- L'entreprise c'est d'abord un projet productif porté par un pouvoir managérial, responsable, de par la propriété ou le mandat, des choix qui fondent son développement en tant qu'institution et corps social (Martinet 1984). Nous nous inscrivons dans le cadre d'une théorie de l'entreprise fondée sur le projet, une théorie entrepreneuriale, multidimensionnelle et développementale<sup>20</sup>.
- La maîtrise du projet productif pose des questions de conception, de création et de répartition de la valeur que l'entreprise crée à travers les prestations qu'elle propose : il s'agit de concevoir et réaliser un projet de création de valeur (modèle économique ou modèle d'affaires), indissociable d'un projet politique et organisationnel (Bréchet 1994, Desreumaux & Bréchet 1998), et d'en répartir les fruits, sans exclure la prise en compte des effets externes positifs et négatifs des activités (Martinet 1984, Perez 2006). Conception, réalisation et répartition de la valeur représentent trois facettes liées du développement des projets productifs.

Revenons sur divers aspects de ce cadrage introductif :

L'entreprise est d'abord projet d'action collective, projet sur l'environnement et projet sur elle-même. Considérant que toute action collective met en jeu des dynamiques de savoirs et de relations, portées par des processus de rationalisation qui mettent en jeu ces dynamiques (Hatchuel & Weil 1992), nous définissons le projet d'action collective comme effort d'intelligibilité et de construction de l'action fondé sur l'anticipation. Il convient alors d'articuler rationalisation et régulation de l'action : le projet se définit aussi comme l'ensemble des règles qu'un collectif se reconnaît et par lesquelles il se crée. Ces règles qui se comprennent comme le fruit d'un processus de rationalisation sont aussi constitutives d'une régulation<sup>21</sup> à l'échelle du collectif et des régulations englobantes desquelles elles participent. D'une régulation qui met en jeu des phénomènes intentionnels et non-intentionnels.

---

<sup>19</sup> Cf. Par exemple à l'appui de cet assertion : Martinet 1984, 2007, 2008 ou pour une synthèse Charreaux (2003/2006).

<sup>20</sup> Cf. Bréchet & Desreumaux (2004), Desreumaux & Bréchet (1998, 2007).

<sup>21</sup> On renvoie ici aux travaux de J.-D. Reynaud ou de M. Crozier et E. Friedberg.



La question de l'acte d'entreprendre et de l'émergence de l'organisation (entreprise, administration, entreprise de l'économie sociale et solidaire...), plus largement des régulations, est centrale (*perspective entrepreneuriale*). Dès l'abord, il faut poser la naissance des projets productifs et les créations/mobilisations de ressources et des compétences comme endogène à la problématique. Pas de gouvernance sans émergence organisationnelle, dit autrement sans entreprise dans un contexte lui-même régulé et parfois simultanément créé. Par extension, on le comprend aisément, les transformations et les renouvellements de l'entreprise relèvent des mêmes considérations. C'est aussi la question du renouvellement du capitalisme qui est jeu.

Le projet d'action collective au sens où nous l'entendons recouvre et articule le politique et le stratégique (*perspective multidimensionnelle*). Dit autrement, nous considérons les aspects de politique générale et de stratégie comme constitutifs du projet de l'entreprise (à la fois projet politique, projet économique, projet organisationnel), sans ignorer que des distinctions sont sans doute réalisables, mais difficiles à tenir en théorie dans le cadre de l'économie de l'action (Poirier 1987), et encore plus en pratique dans le monde large de l'action collective (administration, hôpitaux, universités, associations, entreprises, réseaux d'entreprises...). On a pu considérer que la politique était du côté des actionnaires, mais c'est en ayant pour modèle un cas particulier qui privilégie deux facettes : une partie prenante particulière, à savoir les actionnaires (anonymes, étrangers au corps social de l'entreprise...), partie prenante choisie et privilégiée parmi d'autres (ce que dépasse la vision partenariale) ; un critère unique, la théorie de la maximisation de la valeur actionnariale, dans le contexte théorique d'une régulation mythique de référence par le marché. Donc une vision réductrice – critère unique de maximisation, partie prenante privilégiée-, contexte théorique extrêmement simplificateur, alors que les dirigeants ont à se préoccuper de l'ensemble des parties prenantes (ne serait-ce que pour mobiliser les ressources et compétences qu'ils représentent) et doivent opérer des arbitrages entre critères et niveaux multiples s'ils veulent construire une entreprise réelle (Hafsi & Youssofzai 2008, Martinet 2007, 2008)<sup>22</sup>.

Une théorie de l'entreprise fondée sur le projet autorise la prise en compte, comme réalité majeure, non d'une entité déjà là avec ses frontières et ses pratiques 'données', mais de

---

<sup>22</sup> Observons aussi que la politique a été aussi largement vue du côté des actionnaires, dès lors que le développement du champ scientifique de la stratégie s'est accompagné d'une séparation entre la politique générale et la stratégie. La seconde se situant en aval de la première, la stratégie se trouvait ainsi cantonnée aux voies-et-moyens de l'action laissant aux financiers, et à la simplicité de la théorie de l'agence, le quasi-monopole de la réflexion sur le gouvernement d'entreprise comme le rappelle A.-C. Martinet (2007).

l'action qui se construit et des phénomènes de métamorphose de l'organisation (*perspective développementale*). Il s'agit de rendre compte de l'entreprise dans une double perspective, ontologique et phylogénétique<sup>23</sup>. Le point d'entrée dans la réflexion n'est pas l'entreprise en tant qu'entité, mais bien les processus collectifs qui participent de la construction ou de la destruction de ce que les entreprises sont à un moment donné, en tant qu'acteur 'en société'.

Le paradigme dans lequel nous inscrivons est le paradigme de la complexité dit autrement celui de l'auto-éco-organisation comme le qualifie E. Morin dans ses travaux (Morin 1977, 1980). On délaisse donc l'entrée par l'acteur ou par le système, le dualisme système-acteur, dit autrement encore les raisonnements en termes de contingences ou de simple adaptation/conformation. C'est à une posture de dépassement des réductionnismes économique et sociologique que nous convions : du modèle de l'acteur rationnel et du marché comme figure de la coordination pour l'économie, du modèle du comportement normé et de l'intégration par l'ordre pour la sociologie (Thévenot 2006). L'action collective, son émergence et sa construction se comprennent comme le jeu dialogique d'un modèle d'autonomisation et d'un modèle d'inscription dans l'environnement, comme façonnement conjoint de l'acteur et du contexte. La rationalité des comportements n'est pas de nature déterministe, que ce soit par le calcul ou le poids valeurs : c'est un agir projectif, et créatif au sens de H. Joas (1999) qui est en jeu dans une position englobante par rapport à l'agir instrumental et l'agir axiologique (Bréchet & Desreumaux 2007) ; c'est une capacité à concevoir et inventer, une adaptation qui n'est pas que conformation, donc des comportements inventifs à l'opposé des comportements déterminés, quelle que soit la nature de cette détermination.

Ces éléments, pour théoriques ou abstraits qu'ils puissent paraître, sont extrêmement présents dans les exemples d'entreprise et les interprétations que nous avons mobilisés.

## ***2.2. Les marchés financiers font-ils les projets d'entreprise ? ou Pour une problématique renouvelée de la gouvernance***

L'entreprise ainsi comprise ne peut être assimilée à la société anonyme ou tout autre forme de personnalité morale codifiée par le droit, tout en reconnaissant que les projets nourris et réalisés ne peuvent être que fortement marqués par le contexte juridique qui établit les droits et devoirs des « ayant droits » (Martinet 2007)<sup>24</sup>. Mais les projets sont aussi

---

<sup>23</sup> Desreumaux & Bréchet (2007).

<sup>24</sup> De ce point de vue, le droit anglo-saxon considère l'entreprise comme un nœud de contrats quand le

fortement marqués par l'entreprise en tant qu'elle est une communauté d'acteurs qui se mobilisent dans un territoire et un contexte sociétal. La problématique défense de l'institution (société d'actionnaires dans un contexte juridico-légal) / création de l'entreprise (communauté humaine engagée sur un projet productif et 'en société') présente le mérite de proposer une articulation réceptacle pour instruire la gouvernance au carrefour de considérations ayant trait d'une part à une personne morale et ses attributs et exigences et un collectif concret à créer, un collectif doué de capacités de créer de la valeur en univers disputé. La première pose particulièrement la question de la répartition de la valeur créée dès lors qu'est posé un cadre juridique qui donne du pouvoir à certaines parties prenantes, la seconde celle de sa conception et de sa création. Sans bien sûr que ces deux facettes ne présentent des chevauchements : la défense de l'institution ne peut ignorer la conservation de l'entreprise en tant que capacité de concevoir et créer de la valeur ; la création de l'entreprise s'inscrit dans le cadre de régulations, notamment juridiques, qui définissent un contexte de conception-création-répartition. Toute situation d'exclusion d'une facette est symptomatique d'un état de défaillance potentielle de l'Entreprise à travers l'oubli d'un de ses éléments (Martinet 1984).

Les questions que nous venons d'évoquer sont abordées couramment, dans des visions plus ou moins larges, sous la problématique de la gouvernance. La question de la gouvernance qui, comme le rappelle G. Charreaux (2003/2006), ne porte pas sur la façon dont les dirigeants gouvernent mais celle dont ils sont gouvernés, ce que R. Pérez (2003) évoque de la même façon sous l'expression de la gouvernance comme 'management du management'<sup>25</sup>.

Le lien établi assez immédiatement entre la façon de penser l'entreprise et celle de penser la gouvernance ne doit pas surprendre : *il ne peut y avoir de théorisation de la gouvernance sans le substrat d'une théorisation de l'entreprise*. La vision de la gouvernance apparaît contingente au modèle de création et de répartition de la valeur, lequel dépend lui-même de la conception particulière de l'entreprise retenue (Charreaux 2003/2006).

Dans le cadre de l'approche régulationniste que nous avons défendue, en ayant pour terrain d'illustration de nos propos une entreprise patrimoniale à actionnariat flottant diffus, la gouvernance se comprend, dans une acception positive, en tant qu'elle articule la régulation

---

droit continental (Allemagne, France notamment) privilégie la poursuite d'un bien commun, *l'affectio societatis*.

<sup>25</sup> On peut toutefois se demander si cette définition reste compatible avec les élargissements des approches en lien avec les visions enrichies de l'entreprise dans la perspective de mettre en jeu les aspects de création de valeur.

réelle et la régulation financière, comme marché de comportements entre les acteurs de la finance et le pouvoir managérial. Une vision normative, plus délicate encore à formuler, retiendrait que le marché de comportements est contraint et régulé par les conditions sociétales et démocratiques qui fixent les règles du jeu de l'échange de comportements<sup>26</sup>.

Précisons notre compréhension de la gouvernance. En nous inspirant de la présentation de G. Charreaux (1997), nous proposons la lecture régulationniste dont le tableau ci-dessous donne une expression de synthèse à caractère provisoire et discutable.

**Tableau 1 : Une lecture régulationniste de la gouvernance**

La régulation	Mécanismes de régulation spécifiques à l'entreprise	Mécanismes de régulation non spécifiques à l'entreprise
<p><b>Régulation de contrôle, régulation formelle</b></p>	<p><b>Le cadrage managérial propre à l'entreprise comme dispositif de régulation de contrôle</b> Le projet d'entreprise, à la fois projet politique, projet économique projet organisationnel), influe sur les comportements des acteurs de l'entreprise 'en société' (dirigeants et divers acteurs).</p>	<p><b>Le cadrage légal et réglementaire comme dispositif de régulation de contrôle</b> Les institutions de régulation et les dispositifs légaux et réglementaires influent sur les règles du jeu du marché de comportements des acteurs de la régulation croisée.</p>
<p><b>Régulation autonome, régulation émergente</b></p>	<p><b>La régulation autonome comme phénomène émergent</b> Les comportements des acteurs de l'entreprise mettent en jeu des dynamiques de savoir et de pouvoir à l'œuvre dans les régulations autonomes.</p>	<p><b>L'univers disputé et ses régulations</b> Le jeu spontané du marché (marché réel et/ou marché financier), les phénomènes systémiques et les régulations émergentes participent du jeu de la régulation d'ensemble.</p>
<p><b>Régulation mixte ou conjointe, le jeu de la régulation de contrôle et de la régulation autonome, la régulation observée</b></p>	<p><b>La vie de l'entreprise, ses choix de projet productif (sur le plan réel et financier) influent sur le marché de comportements à travers le jeu de la régulation croisée et sont influencés par celle-ci.</b></p>	<p><b>Les mécanismes des marchés réels et financiers influent sur le marché de comportements à travers le jeu de la régulation croisée et sont influencés par celle-ci.</b></p>

Dans le cadre de notre approche les savoirs et les relations ne sont pas séparables, les comportements mettent en jeu une dynamique de savoirs et de pouvoirs (ou de relations). On ne saurait raisonner sur la base d'une séparation comme l'a très bien développé à plusieurs

<sup>26</sup> La 'corporate gouvernance' se comprendrait alors comme une norme de comportement ignorante de la variété des formes d'entreprise possibles, des pratiques créatives et entrepreneuriales, des arguments multiples de l'action collective et de la variété des capitalismes, mais cette assertion demanderait à être discutée plus

reprises A. Hatchuel (2000, 2005). La lecture théorique dans laquelle nous nous inscrivons articule la rationalisation et la régulation. Mais de notre point de vue, il reste à préciser les rapports discutés qu'entretiennent les concepts de régulation et de rationalisation (cf. par exemple sur ce point Hatchuel 2003). La rationalisation de l'action par le projet, en tant qu'il recouvre les aspects liés de politique générale et de stratégie, se définit comme effort d'intelligibilité et de construction de l'action fondé sur l'anticipation. La régulation, conformément aux théories de la régulation en sociologie (J.-D. Reynaud, M. Crozier et E. Friedberg), se comprend en tant qu'elle articule deux facettes : une régulation de contrôle ou formelle qui met en jeu des règles dont l'objectif est de contrôler les comportements des acteurs de l'organisation en cause ; une régulation autonome qui désigne les comportements émergents qui naissent dans le jeu que structurent les règles formelles. La régulation observée combine les deux facettes de la régulation. J.-D. Reynaud parle alors de régulation conjointe. Sur une acception très proche l'analyse stratégique des organisations de M. Crozier et E. Friedberg parle de régulation mixte des contextes d'action comme combinaison des dimensions formelles et informelles.

La régulation croisée se comprend comme mettant en jeu des considérations réelles sur l'univers disputé des projets productifs et des considérations financières sur l'univers aussi disputé des offreurs de capitaux. Ce qui est au cœur de la régulation qui se joue c'est un échange négocié de comportements.

La lecture régulationniste proposée s'applique sur la base de fondements similaires pour ce qui est de l'entreprise et des environnements dans lesquels ses projets s'insèrent aussi bien pour l'analyse stratégique des organisations que pour la théorie de la régulation sociale. C'est d'ailleurs le mérite de telles lectures que de permettre l'articulation des niveaux d'analyse sans rupture théorique. J.-D. Reynaud (1989/1997) a développé ces articulations entre régulations imbriquées, complémentaires ou concurrentes. Nous ne pouvons ici qu'évoquer ces aspects.

### ***2.3. Retour sur la question de la l'autonomie, de la liberté d'entreprendre et de la variété des capitalismes***

La lecture régulationniste que nous avons proposée sur le terrain de l'entreprise patrimoniale cotée permet d'aborder la question de l'autonomie. La question : 'les marchés financiers font-ils les stratégies d'entreprise ?' est inhérente à la problématique que nous

avons retenue. L'échange des comportements en jeu dans la régulation croisée pose directement la question de la souveraineté ou de la liberté du pouvoir managérial confronté aux exigences des marchés financiers. La question se posait ici dès lors que l'entreprise décidait de se coter. Les comportements prototypiques des entreprises peuvent être sources d'incertitude et, de ce fait, les acteurs du marché financiers vont chercher à minimiser ces incertitudes et les risques qu'ils y voient associés. Les sources d'incertitude sur les projets productifs sont repérables eu égard aux facettes des projets que suggère l'acceptation de la notion de projet telle que nous la retenons :

1. Incertitude sur les dimensions éthiques et politiques qui peut faire que les dirigeants fassent certains choix peu conformes aux attentes des acteurs de la finance. La réponse serait alors de favoriser des cadres dirigeants acquis aux intérêts des marchés financiers. Sans doute faut-il voir dans la montée en puissance du monde de la banque, de la finance et du droit dans les directions des holdings et des grandes entreprises le signe de cette recherche d'emprise.

2. Incertitude sur les dimensions technico-économiques (les choix de métier et de mission), dit autrement sur la capacité à investir les fonds levés, donc à développer des projets. Sur cette facette, les marchés financiers ont besoin de la figure du manager-entrepreneur capable de concevoir et de mettre en œuvre un modèle de création de valeur.

3. Incertitude sur le rapport aux parties prenantes du projet, autres que les acteurs financiers, et notamment les personnels, mais aussi les fournisseurs, les clients ou bien encore le territoire d'accueil de l'entreprise et ses acteurs. Incertitude qui peut se manifester par des attitudes favorables à ces autres parties prenantes et alors défavorables aux acteurs financiers.

Ces incertitudes, on le comprend, et nous l'avons auparavant évoqué, appellent des stratégies offensives ou défensives des acteurs des marchés financiers ou de leurs représentants<sup>27</sup>. L'entreprise n'est pas sans arme non plus comme nous l'avons vu, dès lors qu'elle dispose de marges de manœuvre et n'est pas sous la dépendance des marchés financiers.

Il reste beaucoup à faire pour se saisir de façon rigoureuse de la question de l'autonomie que nous avons posée. Car les degrés de liberté des acteurs dans le jeu des l'échange de comportements ne dépendent pas que d'eux-mêmes. Le rôle des instances de

---

<sup>27</sup> Observons que le monde des investisseurs que nous évoquons n'est pas plus homogène que ne l'est celui des entreprises. Une variété de 'partenaires' financiers est là et appellerait un regard attentif aux pratiques qui ne sont nullement semblables. La banque régionale soucieuse de sa clientèle locale n'aura sans doute pas les mêmes attentes et comportements que le gérant d'un fonds de pension international.

régulation, les effets de structuration du tissu industriel et le rôle des firmes motrices, tout cela demanderait à être introduit dans les raisonnements de façon plus serrée. Mais nous pensons que le cadre théorique régulationniste proposé est à même de permettre de s'en saisir.

De même, les comportements des acteurs dépendent aussi des choix politiques, comme par exemple celui de la gestion controversée du financement des retraites, par répartition ou capitalisation.

Enfin, la régulation systémique que nous mobilisons suggère aussi que ne sont pas en cause que des questions de discipline des dirigeants et de cadrage des projets existants. Sont en jeu aussi des forces de renouvellement des tissus industriels, des émergences et des actes entrepreneuriaux sous des formes multiples qu'il s'agit de favoriser. L'échange négocié de comportements ne peut s'imaginer que si le marché des comportements est actif, si le marché des projets productifs est dynamique, multiple. L'excès de formatage, le durcissement des exigences peut tuer l'audace au sein des entreprises existantes comme il peut chasser l'entrepreneur vertueux, soucieux de ses personnels, de son territoire autant qu'il le serait des marchés financiers. De ces points de vue, le modèle de l'entreprise patrimoniale suggère, nous semble-t-il, des pistes de réflexion stimulantes.

## **Conclusion**

Les marchés financiers font-ils les stratégies ? Cette question, souvent évoquée, nous confronte à une réalité systémique difficile à aborder. Cette réalité rend interdépendants le monde économique de l'entreprise et le monde des marchés financiers. Deux mondes avec leurs acteurs, leurs régulations et leurs effets de système ou d'émergence qui échappent à ces mêmes acteurs. Pour aborder cette question et tenter d'y apporter une réponse construite nous avons fait appel à une lecture de nature systémique et régulationniste conformément aux caractéristiques attribuées au phénomène étudié.

La notion de régulation croisée, avec en son cœur la problématique de l'échange de comportements entre les acteurs de l'entreprise et les acteurs des marchés financiers à été avancée et développée autant que faire se pouvait dans cette étape exploratoire. Le corpus théorique de rattachement dans lequel s'est inscrit la réflexion est la théorie de la régulation sociale de J.-D. Reynaud, proche dans ses fondements de l'analyse stratégique des organisations de M. Crozier et E. Friedberg. Ces deux sociologies ont en commun d'aborder l'action collective ou organisée, sur un continuum entreprise-marché, comme une régulation. Elles considèrent la régulation sociale, l'activité de régulation avec ses négociations, ses jeux

de pouvoir et ses conflits de légitimité comme le fait social majeur, le fait social à élucider.

Beaucoup reste à faire pour préciser la grille théorique mobilisée et spécifier le modèle de l'entreprise patrimoniale dans ce cadre. Nous espérons simplement avoir apporté une pierre à l'édifice théorique qu'il nous semble souhaitable de construire et que, nous semble-t-il, beaucoup de chercheurs appellent de leur vœux lorsqu'ils défendent la nécessité d'une vision intégrée de la gouvernance et de la stratégie pour une entreprise 'en société', ainsi que nous l'avons évoqué en introduction.

## Références bibliographiques

- BATSCH L. (1999), *Finance et stratégie*, Paris, Economica.
- BONNAFOUS-BOUCHER M. & PESQUEUX Y. (dir.)(2006), *Décider avec les parties prenantes, approche d'une nouvelle théorie de la société civile*, Paris, La Découverte.
- BRECHET J.-P. (1994), Du projet d'entreprendre au projet d'entreprise, *Revue Française de Gestion*, n°99, 5-15.
- BRECHET J.-P., & DESREUMAUX A. (2004), "Pour une théorie de l'entreprise fondée sur le projet", *Sciences de Gestion*, n° 45, 109-148.
- BRECHET J.-P. (en relation avec J.-D. Reynaud) (2008), Du légitime au déviant. Le regard de la théorie de la régulation sociale de Jean-Daniel Reynaud, *Revue Française de Gestion*, n°184, à paraître.
- BRECHET J.-P. & DESREUMAUX A. (2006) Le projet dans l'action collective, *Encyclopédie des Ressources Humaines*, Paris: Vuibert, 1015-1024.
- BRECHET J.-P. & DESREUMAUX A. (2007), Agir projectif, action collective et liberté. Plaidoyer pour une théorie artificialiste de l'action collective fondée sur le projet, communication au colloque "les sciences de gestion et la question de la liberté", HEC Montréal, 9 et 10 juin 2007.
- BRECHET J.-P. & SCHIEB-BIENFAIT N. (2006), "Projets et pouvoirs dans les régulations concurrentielles : la question de la morphogenèse d'une filière d'agriculture biologique", *Revue d'Economie Industrielle*, n°113, 1-20.
- BRECHET J.-P., SCHIEB-BIENFAIT N. & URBAIN C. (2006), "Les mains visibles du marché. Projet des acteurs et régulations dans l'univers des services à domicile aux personnes âgées", *Gérer et Comprendre*, n°83, 67-79.
- CHARREAUX G. (1997), Vers une théorie du gouvernement des entreprises, Charreaux G. (éd.), *Le gouvernement des entreprises: corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 57-88.
- CHARREAUX G. (2003), Michael C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle, in Albouy M. (dir.) (2003), *Les grands auteurs en Finance*, Paris, EMS, 121-145.
- CHARREAUX G. (2006), Gouvernement d'entreprise, *Encyclopédie des Ressources Humaines, 1ère édition 2003*, Paris: Vuibert, 569, 579.
- CHARREAUX G. & DESBRIERES P. (1998), Gouvernance des entreprises ; valeur partenariale contre valeur actionnariale, *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 1, n°2, 57, 88.
- CHARREAUX G & WIRTZ P. (2006), *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspectives*, Paris, Economica.
- CHILD J. 1997. "Strategic choice in the analysis of action, structure, organizations and environment : retrospect and prospect". *Organization Studies*, 18(1), 43-76.
- CROZIER M. & FRIEDBERG E. (1977), *L'acteur et le système*, Paris, Seuil.
- CROZIER M. & THOENIG J.-C. (1975), La régulation des systèmes organisés complexes, *Revue Française de Sociologie*, vol. 16, n°1, 3-32.
- DAVID A., HATCHUEL A. & LAUFER R. (2000), *Les nouvelles fondations des sciences de gestion*, Paris, Vuibert.
- DENIS J.-Ph. (2008), Spéculations autour de l'OPA de la finance sur la stratégie, *Revue Française de Gestion*, 183, 73-94.
- DENIS J.-Ph. & TANNERY F., Les formes génériques de contrôle du développement des groupes, *Management International*, vol. 11, n°4, 11-17.
- DI MAGGIO P. J. & POWELL W. W. (1983), The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields, *American Sociological Review*, 20(1), 65-91.
- DONALDSON T. & PRESTON L. E. (1995), The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications, *Academy of Management Review*, 20 (1), 65-191.
- DESREUMAUX A. & BRECHET J.-P. (1998), Quelle(s) théorie(s) de la firme pour les sciences de gestion ?, *Economies et Sociétés, série Sciences de Gestion* (n° 8-9), 539-566.
- DESREUMAUX A. & BRECHET J.-P. (2007), Quels fondements pour les théories de la firme? Plaidoyer pour une théorie artificialiste de l'action collective fondée sur le projet, Colloque LEFFI, Analyses et transformations de la firme: confrontation entre économistes, gestionnaires et juristes, Université Lumière Lyon 2, octobre, 40 pages.
- DUPUY F. & THOENIG J.-C. (1986), *La loi du marché : l'électroménager en France, aux Etats-Unis et au Japon*, Paris,



L'Harmattan.

- EYMARD-DUVERNAY F. (1986), La qualification des produits in Salais R. et Thévenot L. (eds) : *Le travail. Marché, règles, conventions*, Paris, INSEE-Economica, 293-247.
- FRANCOIS P. (2003), Prototype, concurrence et marché : le marché des concerts de musique ancienne, *Revue Française de Sociologie*, 529, 559.
- FREEMAN R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitnam.
- FRIEDBERG E. (1993). *Le pouvoir et la règle*, Paris, Seuil.
- GOMEZ P.-Y. (1994), *Qualité et théorie des conventions*, Paris, Economica.
- GOMEZ P.-Y. (2001), *La république des actionnaires*, Paris, Syros.
- HAFSI T. & YOUSSEFZAI F. (2008), Dirigeants d'entreprises! Focaliser sur l'actionnaire n'est pas légitime!, *Revue Française de Gestion*, 183, 111-130.
- HATCHUEL A. (1994), "Connaissance et pouvoir. L'analyse des organisations revisitée", in Pavé (1994).
- HATCHUEL A. (2000), "Quel horizon pour les sciences de gestion ? Vers une théorie de l'action collective", in David et al. (2000).
- HATCHUEL A. (2003), La théorie de la régulation est-elle une théorie de l'action collective? Essai sur la théorie de la régulation de Jean-Daniel Reynaud, in De Terssac G. (dir.) (2003), *La théorie de la régulation sociale de Jean-Daniel Reynaud, débats et prolongements*, Paris, La Découverte, 289, 303.
- HATCHUEL A. (2005), "Towards an Epistemology of Collective Action: Management Research as a Responsive and Actionable Discipline", *European Management Review*, 2, 36-47.
- HATCHUEL A. (2007), La nature des sciences de gestion. Epistémologie de l'action et genèse des sciences sociales, in Martinet (2007).
- HATCHUEL A. & WEIL B. (1992), *L'expert et le système*, Paris, Economica.
- JOAS H. (1999), *La créativité de l'agir*, Paris, Cerf.
- JONAS H. (1998), *Pour une éthique du futur*, Paris, Payot & Rivages.
- KARPIK L. (1989), L'économie de la qualité, *Revue Française de Sociologie*, XXX/2, avril-juin, 187-210.
- KARPIK L. (2007), *L'économie des singularités*, Paris, Gallimard.
- LATOUR B. (2006), *Changer de société. Refaire de la sociologie*, Paris : La Découverte (éd. originale, 2005, Re-Assembling the Social. A Introduction to Actor-Network Theory, Oxford, Oxford University Press).
- MARTINET A.-C. (1984), *Management stratégique, organisation et politique*, Paris, McGraw-Hill.
- MARTINET A.-C. (2007) (coord.), *Sciences du management. Epistémique, pragmatique et éthique*, Paris, Vuibert/FNEGE.
- MARTINET A.-C. (2007), Gouvernance et management stratégique : fin de l'histoire ou régénération du politique, in Martinet (2007), 85-112.
- MARTINET A.-C. (2008), Gouvernance et management stratégique. Une nouvelle science morale et politique, *Revue Française de Gestion*, 183, 95-110.
- MORIN E. (1977), *La méthode. I. La nature de la nature*, Paris, Le Seuil.
- MORIN E. (1980), *La méthode. 2. La vie de la vie*, Paris, Le Seuil.
- ORLEAN A. (1994/2004), *Analyse économique des conventions*, Paris, PUF, Quadrige
- ORLEAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Editions Odile Jacob.
- PALPACUER F., PEREZ R., TOZANLI S., BRABET J. (2006), Financiarisation et globalisation des stratégies d'entreprise: Le cas des multinationales agroalimentaires en Europe, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n°3, 165-189.
- PEREZ R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Paris, La Découverte
- PEREZ R. (2006a), Les relations capital humain-capital financier au sein du tryptique modèle économique-régime de gouvernance-système de management. L'exemple du groupe BSN-Danone (1984-2004), *Gestion 2000*, 213-246.
- PEREZ R. (2006b), Jalons pour un nouveau paradigme en management, in Fourcade C., Paché G. & Pérez R. (2006), *La stratégie dans tous ses états*, Paris, EMS, 73, 89.
- PAVE F. (Ed.) (1994), *L'analyse stratégique, sa genèse, ses applications, ses problèmes actuels*, Paris, Seuil.
- PERROUX F. (1973), *Pouvoir et économie*, Paris, Bordas.
- PESQUEUX Y. (2007), *Gouvernance et privatisation*, Paris, PUF.
- POIRIER L. (1987), *Stratégie théorique II*, Paris, Economica.
- REYNAUD J.-D. (1988), "La régulation dans les organisations : régulation de contrôle et régulation autonome". *Revue Française de Sociologie*, 29(1).
- REYNAUD J.-D. (1989/1997), *Les règles du jeu : l'action collective et la régulation sociale*, Paris, Armand Colin.
- SELZNICK P. (1957), *Leadership in Administration*, New-York, Harper and Row.
- TABATONI P. & JARNIOU P. (1975), *Les systèmes de gestion*, Paris, PUF.
- THEVENOT L. (2006), *L'action au Pluriel*, Paris, La Découverte.
- WIRTZ P. (2006), Compétences, conflit et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, 187-221.
- WIRTZ P. (2008), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Paris, La Découverte, Collection Repères.