

Note de lecture

Sabine Montagne, *Les fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation*, Odile Jacob, 2006.

Par Antoine Reberioux

En s'intéressant aux fonds de pension aux Etats-Unis, l'ouvrage de Sabine Montagne traite de ce que l'on peut considérer comme les acteurs centraux d'un régime « financiarisé » ou « patrimonial ». Il offre une analyse fine, profondément originale, de ces fonds, insistant sur les compromis qui les instituent. Sabine Montagne rappelle ainsi que ces acteurs phares de la finance de marché se voient justifiés par une valeur extrinsèque à l'accumulation ou à la valorisation de capital : la protection sociale. On est bien ici au cœur de la problématique régulationniste, lorsqu'elle insiste sur le rôle des compromis dans la régulation du système. Mais cette problématique est également renouvelée, par le primat qui est accordé à l'ordre juridique dans le fraying et la dynamique de ces compromis.

On connaît les difficultés que rencontre à l'heure actuelle le système par capitalisation à assurer une rente aux retraités – au Royaume-Uni mais également aux Etats-Unis. Sabine Montagne ne s'y attarde pas, pas plus qu'elle ne perd trop de temps à rappeler une évidence : ce système n'est pas en soi mieux adapté au choc démographique issu du vieillissement des populations que le système par répartition. La question que pose d'emblée l'ouvrage, sous forme de paradoxe, est la suivante : d'où vient alors le succès de ces fonds de pension, aux Etats-Unis certes, mais également en Europe, où ils servent de référent normatif aux réformes communautaires visant à harmoniser l'industrie de la gestion d'actifs ? La réponse est double : de la légitimité qu'ils ont acquise et des intérêts particuliers qui les promeuvent.

C'est le premier aspect qui va intéresser Sabine Montagne – le second relevant plutôt d'un exercice de sciences politiques. L'hypothèse travaillée est que la légitimité d'un arrangement ne tient pas à un simple affichage ou discours, mais est construite, inscrite dans des dispositifs institutionnels et juridiques qui l'ancrent dans une histoire passée. Bref, il s'agit de prendre au sérieux l'impératif de justification, empruntant au passage un certain nombre de concepts à l'économie des conventions.

L'intuition de l'ouvrage – son originalité – est que le dispositif clef de cette légitimation est le trust. Il s'agit là d'une entité juridique caractéristique du droit anglo-saxon, disposant de la personnalité morale et plaçant en son cœur une relation « fiduciaire ». Cette entité fut choisie, dans la première moitié du XXe siècle, par les employeurs, pour asseoir les caisses de retraites qu'ils se proposaient d'instituer.

Cette intuition se révèle particulièrement féconde. Elle conduit à une enquête minutieuse et passionnante sur l'évolution de cette « chose », dont un économiste continental européen est a priori peu familier. L'histoire qui nous est racontée n'est toutefois pas déroutante, dans la mesure où l'auteur adopte une perspective

analytique, visant à dégager les principes constitutifs du trust. Cette entrée sur les fonds de pension est plus que convaincante : la recherche de ces principes – une « archéologie » du trust dans les termes de l'auteur (p.253) – offre précisément des clefs de compréhension très puissantes du déploiement des fonds de pension sur les marchés boursiers contemporains. Issu du Moyen-Âge anglais, le trust naît de la mission accordée par un individu (le settlor) à un autre (le trustee) de gérer un patrimoine ou des actifs, au nom d'une tierce partie, considérée comme trop faible pour faire valoir ses intérêts. La dimension intrinsèquement protectrice du trust est assurée par le recours à une extériorité, une tutelle – l'église puis le souverain dans les temps anciens – en charge de défendre, au nom de la morale ou de l'ordre public, l'intérêt des « faibles ». Exporté aux Etats-Unis, le système du trust va se fondre dans la common law, mais en conservant sa spécificité : la présence d'une figure tutélaire, en charge de faire valoir la justice sociale. La preuve : le fonctionnement des trusts est profondément révisé en 1974 par l'Employment Retirement Income Security Act (ERISA), une loi fédérale. Dans un pays où prime une régulation décentralisée (au niveau des Etats¹), c'est là une particularité significative. En choisissant ce véhicule juridique pour fonder leurs caisses, les acteurs de la pension industry vont ainsi « se placer sous un illustre auspice juridique » (p.211), justifiant la prétention des fonds de pension à réaliser la synthèse de deux logiques a priori antagoniques : la protection (sociale) et la finance.

Le cœur de l'ouvrage de Sabine Montagne est constitué du récit de deux histoires croisées, celle (plutôt juridique) des trusts et celle (plutôt économique) des fonds de pension. Ce récit offre un exemple particulièrement stimulant de co-évolution des ordres juridique et économique.

L'histoire du trust, telle qu'elle nous est racontée, peut être interprétée comme l'histoire d'une libération : le trust gagne peu à peu une forme d'autonomie, lui permettant d'évoluer pleinement – sur un pied d'égalité avec les autres acteurs – dans le monde marchand. Traditionnellement, le bénéficiaire (la partie faible) détenait un droit portant sur la substance des biens gérés : la réparation de dommages pouvait ainsi prendre la forme d'une restitution à l'identique des biens. Ceci contraignait bien évidemment la gestion du trustee, obligeant au suivi des actifs du trust. Ce marquage est abandonné, tandis que le droit du bénéficiaire va progressivement se définir non pas à l'égard des biens mais de la personne du trustee. C'est le sens de la relation fiduciaire qui unit ces deux parties. La définition du contenu de cette relation fiduciaire va connaître un fléchissement remarquable en 1830, avec la « prudent man rule ». Cette règle stipule que le devoir du trustee n'est pas une exigence de résultat mais de moyen, celui-ci devant se comporter de manière « prudente ». Cette règle marque donc la reconnaissance d'une définition strictement procédurale de la responsabilité des trustees.

L'histoire des fonds de pension est également celle d'une libération, d'un désenclavement de la figure de l'employeur. Les fonds de pension sont à l'origine créés par les employeurs, qui voient ainsi le moyen de s'attacher la main-d'œuvre, dans un contexte de faiblesse du régime public de sécurité sociale. Fort logiquement, les considérations financières de l'entreprise l'emportent bien souvent sur l'impératif de protection dans la gestion des fonds. L'ERISA vient mettre un terme à cette situation, en réduisant considérablement le pouvoir discrétionnaire des employeurs

¹On rappelle par exemple que le droit des sociétés (*corporations*) – autre personnalité juridique majeure du système économique américain – ne relève pas du niveau fédéral, mais est propre à chaque Etat de l'Union.

sur les fonds. S'ils restent les settlors, la gestion va leur échapper. Préoccupé essentiellement par la question des retraites, l'ERISA va ainsi profondément redéfinir le droit des trusts. Mais c'est alors toute la finance de marché qui est remodelée, eu égard à la diffusion du trust : la moitié des mutuals funds (fonds d'investissement) sont concernés et – on peut l'ajouter – la totalité des plans d'actionnariat salariés (les Employee Stock Ownership Plans, ESOPs). Il est en outre admis que cette réforme a une grande influence sur les fonds publics (gérants les droits à la retraite des fonctionnaires fédéraux et des Etats de l'Union) – même si ceux-ci ne sont pas soumis à l'ERISA.

L'ouvrage propose une analyse approfondie de l'ERISA – jusque dans ses développements jurisprudentiels les plus récents – présenté comme le cadre juridique structurant des pratiques actuelles en matière de gestion pour compte de tiers. Cette analyse donne à voir un mode particulier d'action du droit sur l'économie, qualifié de « rémanence » (p.203) : si l'origine juridique des règles est oubliée par les acteurs, celle-ci n'en modèlera pas moins l'ensemble de l'organisation économique du secteur. Le droit ne détermine pas de manière univoque cette structuration, mais oriente sa trajectoire. Et cette capacité du droit à réduire le champ des possibles en matière d'organisation socio-économique est directement liée à son caractère historique, par lequel il puise sa légitimité dans son passé. On retrouve ici les grandes lignes de l'approche génétique du droit proposé par Deakin (2006), appliquée au contrat de travail.

Parmi les multiples dispositions propres à l'ERISA, trois sont plus particulièrement mises en exergue, qui conduisent in fine à rompre l'équilibre protection / finance dont se prévaut le système par capitalisation, au profit de la seconde.

1. Par le biais de l'exclusive benefit rule, l'intérêt des bénéficiaires est défini en terme strictement financier. En d'autres termes, les bénéficiaires sont perçus comme des actionnaires « standards », soucieux de la rentabilité de leurs avoirs, indépendamment de leur statut (salarié, syndicaliste). Cette règle interdit ainsi explicitement l'usage des fonds sur la base de considérations non immédiatement financières, que l'on pourrait qualifier de « socialement responsables ». La question de savoir dans quelle mesure les fonds publics non soumis à l'ERISA ont intégré cette contrainte demeure ouverte.
2. L'ERISA autorise et encourage la fragmentation et la transmission des devoirs fiduciaires, via la délégation de fonction. L'extension du nombre de parties en charge de ces devoirs pose la question du contrôle et de la coordination de ces chaînes de délégation. Celle-ci est sinon résolue, du moins traitée par un mode de contrôle se focalisant sur le respect d'un certain nombre de procédures à chaque maillon de la chaîne.
3. Cette définition plus procédurale que substantielle de la responsabilité existait déjà dans le droit des trusts, avec la prudent man rule de 1830 – peu appliquée jusqu'ici. L'ERISA va revitaliser cette règle, moyennant une reformulation, du prudent man au prudent expert. De fait, les procédures reconnues comme légitimes vont être davantage situées, en les ancrant spécifiquement sur les pratiques des professionnels de la finance de marché. Est prudent, donc respectueux de ses devoirs fiduciaires, celui qui gère les actifs selon les canons de la profession, qui tendent – depuis les années 1970 – à se rapprocher de la Théorie moderne de

Portefeuille et de son modèle de référence, le Capital Asset Pricing Model. Le commandement central de ce modèle est la diversification, étendue à l'ensemble des actifs disponibles, sans jugement substantiel sur un titre donné. C'est là une rupture majeure par rapport à la pratique traditionnelle des trusts, où certains titres jugés trop spéculatifs (des obligations décotées par exemple) étaient présentés comme incompatibles avec le devoir fiduciaire. Mais en s'appuyant sur une approche procédurale de la prudence « déjà là », les promoteurs de l'ERISA s'assurent d'un ancrage avec le modèle traditionnel du trust – garant de la légitimité du système par capitalisation.

Mises bout à bout, ces dispositions favorisent l'émergence d'un modèle spécifique de gestion des pensions, qualifié par Sabine Montagne de modèle de la « délégation procédurale » : une gestion à la recherche d'une rentabilité financière maximale, sans obligation de résultat mais multipliant les intermédiaires de gestion mis en concurrence. Ce modèle, on le notera, marque également les relations actionnaires / dirigeants d'entreprises, dès lors qu'elles sont pensées à l'aune du principe de la souveraineté actionnariale : à la fiction de la délégation (des actionnaires vers les managers) entretenue par les tenants de ce principe (cf. Aglietta et Rebérioux, pp.49-53), s'ajoute l'idée de respects de standards procéduraux, visibles à distance (organisation du conseil d'administration en sous-comités, présence d'administrateurs indépendants, etc.).

Au terme de cette évolution juridique et organisationnelle, « le déport vers le marché boursier est radical » (p.107). La logique spéculative, telle que définie par Orléan (1999) l'emporte, au détriment de la logique de protection. Cette évolution est encore renforcée par la montée en puissance des fonds 401k, à cotisation définie, au détriment des fonds à prestations définies. Cette montée en puissance est la conséquence logique du détachement des pensions des employeurs vers la finance de marché, toujours hors d'une logique publique. De fait, conduites à se libérer de la gestion des fonds, les entreprises n'ont plus de raisons d'offrir des garanties en matière de retraites. Si bien qu'à la fin des années 1990, la moitié des salariés cotisant à un fonds de pension (soit la moitié des salariés aux Etats-Unis) étaient couverts par un plan 401k. Portant les risques, on pourrait s'attendre à ce que les bénéficiaires de ces fonds aient un pouvoir en matière de gestion des actifs. La réalité est tout autre, puisque c'est l'employeur (qui initie le fonds) qui reste responsable de la sélection des gérants. En outre, l'ERISA gouvernant également ces plans – exemptés toutefois des obligations de diversification – la règle de l'exclusive benefit s'applique, prévenant toutes considérations extra-financières en matière d'investissement.

Au final, l'ouvrage de Sabine Montagne offre une critique radicale du modèle de capitalisation propre aux Etats-Unis. Bien plus que de s'aligner sur la finance de marché quitte à en accepter les dérives, ce modèle a véritablement façonné le fonctionnement de la finance contemporaine, caractérisée par la multiplication des intermédiaires, en concurrence sur la base de benchmark et repliés sur une évaluation financière étroite.

En creux, la question posée par Sabine Montagne est celle de la viabilité d'un régime de capitalisation dans une juridiction où la notion de trust n'a pas de résonance. La France constitue, il me semble, un bon exemple. Introduits par les lois de février 2001 (loi « Fabius ») et d'août 2003 (loi « Fillion »), les fonds de pension ne peuvent aller puiser leur légitimité dans une catégorie juridique pré-existante. Le rôle accordé aux salariés au sein des dispositifs d'épargne salariale et retraite peut être

précisément perçu comme un effort du législateur (de droite comme de gauche) pour favoriser l'acceptation du système.

De fait, l'analyse des dispositifs de participation financière en France permet d'identifier un modèle alternatif au modèle américain. Le modèle français se distingue en tant qu'il aménage des espaces de négociation et d'intervention des salariés impliqués dans le processus de financiarisation. Contrairement aux cas des Etats-Unis, les plans d'épargne salariale, d'épargne retraite et d'actionnariat salarié ne sont pas indépendants de l'employeur – ils ne disposent pas de la personnalité morale. Pour autant, ces plans sont sous un contrôle bien plus étroit de la part des salariés et de leurs représentants : ainsi les comités de surveillance de ces plans, en charge de la politique d'investissement des fonds, sont-ils composés en totalité ou à parité de représentants des bénéficiaires. Par ailleurs, l'absence de règle type exclusive benefit laisse envisager une bien plus grande latitude en matière d'investissement. C'est précisément la voie empruntée par les syndicats ouvriers qui, par le truchement d'un comité inter-syndical, labellisent des fonds sur la base de leur prise en compte de critères extra-financiers. Cet effort d'articulation entre les logiques financière et salariale dessine les contours d'un modèle de participation (financière) qu'Autenne (2005) qualifie de « partenarial ». Ce modèle « partenarial » de capitalisation, proprement continental, est-il à même de favoriser l'investissement de long terme ? C'est l'une des multiples pistes de réflexions ouvertes par cet ouvrage.

Bibliographie

- Aglietta M. et Rebérioux A., 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Autenne A., 2005, *Analyse économique du droit de l'actionnariat salarié. Apports et limites des approches contractualiste, néo-institutionnaliste et comparativiste de la gouvernance d'entreprise*, Bruxelles, Bruylant.
- Deakin S., 2006, "Les conventions du marché du travail et l'évolution du droit" in Eymard-Duvernay F. (ed.), *L'économie des conventions - méthodes et résultats*", Tome 1, La Découverte, pp.231-247.
- Orléan, A., 1999. *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Pour citer cet article : Antoine Rebérioux, « Sabine Montagne, Les Fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation financière, Odile Jacob, 2006, 301 p. », *Revue de la régulation*, n°1, juin 2007, Varia, [En ligne], mis en ligne le 19 juin 2007. URL : <http://regulation.revues.org/document1589.html>.