



**HAL**  
open science

# Les fonds de pension aux Etats-Unis. L'illusion d'un empowerment salarial par la propriété

Sabine Montagne

► **To cite this version:**

Sabine Montagne. Les fonds de pension aux Etats-Unis. L'illusion d'un empowerment salarial par la propriété. Notes de l'Institut européen du salariat, 2014, 33. hal-01366740

**HAL Id: hal-01366740**

**<https://hal.science/hal-01366740>**

Submitted on 21 Oct 2016

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



## Les fonds de pensions aux États-Unis

### *L'illusion de l'empowerment salarial par la propriété*

Sabine Montagne

Chargée de recherche CNRS - IRISSO

Université Paris Dauphine

La question de la perte de pouvoir des salariés dans la financiarisation et la mondialisation de l'économie a été longuement explorée. Il s'agit ici d'étudier une facette : le pouvoir financier des salariés sur l'épargne accumulée pour leur compte par l'intermédiaire des employeurs dans les fonds de pension.

Dans les pays anglo-saxons ces fonds disposent d'une puissance financière considérable. Aux États-Unis, selon la firme de consultants *Towers-Watson*, les fonds de pension détiennent 16 851 milliards de dollars fin 2012. La possibilité d'un contrôle par les salariés a été évoquée à maintes reprises par la gauche aux États-Unis. Elle a été également promue en France auprès des syndicats afin de les convaincre de soutenir la mise en place de fonds de pension ou d'épargne salariale.

Pourtant, les salariés exercent rarement une influence sur l'orientation des investissements effectués par ces fonds. Aux États-Unis, les salariés sont « mis à distance », voire spoliés, du fait de l'organisation de la gestion de ces investissements et plus particulièrement de la médiation des gérants financiers. Les fonds de pension semblent instituer, de manière structurelle, une séparation entre la finalité de l'épargne que pourraient souhaiter leur assigner les salariés, et les modalités effectives de gestion de cette épargne instrumentalisée par les employeurs et les professionnels financiers. Et ceci parce qu'il s'agit d'une épargne des salariés, située dans le rapport salarial. Un rapport en l'occurrence financiarisé où les salariés ne sont plus seulement mis à distance du produit de leur travail mais aussi du pouvoir que ce type d'épargne aurait pu leur conférer.

Il s'agit ici d'une description politique de cette

*Les syndicats français s'imaginent parfois qu'ils pourraient acquérir un pouvoir financier sur la gestion des investissements de fonds salariaux (fonds de pension, épargne salariale). Pourtant, aux États-Unis, où ce type de fonds est développé depuis longtemps, les employeurs, les financiers et l'État (à travers l'administration, la législation et le système judiciaire) se sont organisés pour prévenir toute influence collective des salariés sur la gestion de leurs propres fonds.*

mise à distance, c'est-à-dire une description des processus socio-économiques conflictuels qui ont construit ces rapports entre salariat et finance. Une telle perspective conduit à considérer que cette forme d'impuissance salariale est le projet politique commun aux acteurs ayant œuvré aux évolutions actuelles du capitalisme (*i. e.* financiarisation des revenus des ménages, liquidité financière, concurrence internationale). Cette mise à distance n'est ni un accident de parcours, ni un résultat inintentionnel, elle est une préoccupation constante des acteurs.

L'emprise des employeurs et des financiers est manifeste dans l'élaboration du principe de prudence qui guide l'investissement des fonds de pension [Montagne, 2012]. Cette règle juridique, censée diriger l'allocation de l'épargne dans le *seul et unique intérêt* des salariés et, ce faisant, protéger ces derniers des abus possibles des financiers et des employeurs, a été un objet de conflit entre les fractions économiques dominantes qui cherchaient chacune à en orienter la définition à son avantage tout en convergeant sur l'idée d'en exclure les salariés.

En suivant les transformations du concept de prudence, depuis sa définition dans les années 1960 jusqu'à aujourd'hui, nous mettons en évidence l'instrumentation répétée de l'intérêt des salariés au service du pouvoir d'autres acteurs économiques.

### **Phase 1 : Faire cotiser l'employeur et nourrir les marchés financiers**

Dans les années 1960-70, le projet du gouvernement est de construire une protection sociale professionnelle sous le contrôle de l'employeur, en

ayant recours à l'accumulation financière et en y faisant entrer les agents financiers.

Dès 1962, le gouvernement Kennedy et le Congrès projettent de légiférer sur les fonds de pension des entreprises privées, l'idée étant de promouvoir le développement de ces fonds et de mieux organiser leur gestion afin de garantir aux salariés un complément de retraite. Pour les membres du gouvernement, il s'agissait de construire une protection sociale composée, d'une part, des prestations du régime de base de la *Social Security* et, d'autre part, des prestations directement versées par l'employeur.

La focale initiale du gouvernement portait sur les employeurs dans le but de les inciter à alimenter suffisamment les fonds de pension. La tâche restait difficile puisque le principe de liberté de l'employeur était maintenu. Certes, les employeurs étaient contraints depuis 1949 de mettre en place un régime de retraite complémentaire si un syndicat l'exigeait. Mais ils en restaient seuls et uniques gestionnaires, sans aucun contrôle syndical ou réglementaire. Cette autonomie était justifiée au titre qu'ils portaient la responsabilité juridique et économique de délivrer les prestations promises. À cet effet, ils choisissaient le niveau de cotisation et les placements sur les marchés financiers.

Suite à plusieurs cas d'incapacité d'employeurs à honorer leurs engagements, soit par manque de cotisations, soit par des choix d'investissements avec de mauvais rendements, soit enfin par captation abusive des bénéficiaires des fonds, le gouvernement souhaitait remettre en cause l'autonomie patronale. L'analyse des projets de loi successifs montre que deux objectifs majeurs ont perduré au long des années 1960 : faire en sorte que les employeurs cotisent suffisamment ; faire gérer les sommes ainsi récoltées par des professionnels financiers.

L'idée était de déléguer les choix de placements financiers à des professionnels de l'investissement, expressément mandatés pour se conformer aux pratiques reconnues par la « communauté financière ». Dans la loi définitive, ERISA, promulguée en 1974, les intentions du Congrès sont bien de protéger les salariés non seulement par de nouvelles obligations faites aux employeurs mais aussi par l'introduction d'un acteur tiers à la relation salariale, le marché financier, et par l'essor de ce marché, qui avait déjà commencé en 1974.

La protection sociale ainsi construite relève d'une double nature. D'une part, elle est un engagement contractuel de l'employeur, établi dans le cadre de la relation d'emploi : elle rémunère le travail salarié, au même titre juridique que le salaire, et son financement provient de la capacité de l'entreprise à dégager une marge. D'autre part, elle est également constituée grâce au rendement procuré par les placements financiers des cotisations versées par les employeurs. Son financement est donc aussi fonction de l'habileté des gestionnaires financiers et de la santé des marchés financiers. Cette forme de protection sociale est donc placée sous une double dépendance, à l'égard de la santé micro-économique de l'entreprise-

employeur et de la santé macro-économique des marchés financiers. Elle suppose aussi que les gestionnaires prennent de bonnes décisions de placement.

Cette conception de la sécurité retraite a été le produit de négociations. Face à la résistance du patronat contre des règles strictes de cotisation, le législateur dut déplacer sa focale vers la protection des salariés par des règles portant non sur l'encaissement mais sur le placement des cotisations.

L'idée d'une norme fédérale de prudence d'investissement fut progressivement acceptée par les employeurs et les financiers. Cette prudence doit garantir les intérêts des employeurs en faisant fructifier convenablement les cotisations pour que le capital ainsi accumulé puisse payer des prestations retraite. Elle doit également garantir les intérêts des financiers en leur permettant d'investir selon des conventions partagées sans risquer d'être mise en cause individuellement.

## Phase 2 : Défendre exclusivement l'intérêt financier au nom de l'intérêt exclusif du salarié

La prudence mentionnée en 1974 dans le texte de la loi ERISA oscillait entre une conception traditionnelle issue des pratiques d'investissement propres à la gestion des grands patrimoines familiaux et une conception issue de savoirs académiques nouveaux, bientôt diffusée sous le vocable de « théorie financière » (*financial economics*). Sous la pression des lobbies financiers, le texte de loi fut amendé en 1979 pour intégrer les principes de cette théorie.

Afin de mettre un terme aux usages que les employeurs et les syndicats faisaient de l'argent des fonds de pension pour leur propre compte, le Ministère du Travail entreprit

de renouveler l'interprétation d'une disposition ancienne, la règle dite de l'« intérêt exclusif » (*exclusive benefit*). Celle-ci stipule que le gérant doit prendre ses décisions d'investissement dans le seul et unique intérêt du bénéficiaire de sa gestion. Il peut tirer des profits annexes de cette gestion mais cette éventualité ne doit pas guider ses décisions. Cette règle semblait appropriée pour bannir les pratiques d'investissement conduites au bénéfice des employeurs telles que la prise de participation au capital d'entreprises concurrentes ou complémentaires afin d'en contrôler la stratégie. Elle sanctionnait également les décisions prises par les syndicats telles que le financement de prêts aux salariés ou de logements sociaux.

À partir des années 1980, le Ministère décida de réaffirmer l'empire de la règle de l'intérêt exclusif déjà présente dans le droit et d'en rénover le contenu en mobilisant les conceptions élaborées par les économistes et juristes de l'école de *Law and Economics* de l'université de Chicago. Selon cette théorisation, l'intérêt du bénéficiaire réside dans une seule opération : l'optimisation du rendement du portefeuille financier. Il s'agit de séparer l'intérêt

**La norme fédérale de prudence d'investissement garantit les intérêts des employeurs et des financiers en leur permettant d'investir selon des conventions partagées sans risquer une mise en cause individuelle.**

financier du bénéficiaire d'un fonds des autres intérêts propres à la condition de salarié, tels que la conservation de son emploi ou l'appréciation de son salaire.

Cette définition « épurée » de l'intérêt du bénéficiaire allait être mise en œuvre lors de la vague d'offres publiques d'achat (OPA) hostiles des années 1980, intentées par des raiders financiers contre les grandes entreprises industrielles américaines. Ces attaques financières donnèrent en effet lieu à une réaction défensive des firmes ciblées : ces dernières utilisaient systématiquement l'argent des fonds de pension pour contrer l'OPA qui menaçait les dirigeants. Les salariés approuvèrent à de nombreuses reprises cette stratégie de leurs dirigeants, craignant un changement de maîtres. Les raiders, lorsqu'ils gagnaient, procédaient le plus souvent à une vente par morceaux de l'entreprise acquise et à la fermeture de sites ne trouvant pas acquéreur, entraînant ainsi des licenciements massifs.

Dans ce contexte d'alliance temporaire entre employeurs et employés, le gouvernement Reagan entreprit de rendre illégales ces stratégies de mise en échec des OPA. Le Ministère du Travail intenta des procès aux fonds concernés, au motif que l'intérêt exclusif des bénéficiaires, les salariés de la firme ciblée, n'avait pas été respecté. Il prétendait que l'intérêt à préserver l'emploi était un faux prétexte employé par les dirigeants en place pour conserver leur pouvoir.

Si les raiders financiers, comme la firme *Kohlberg, Kravis & Roberts*, sont restés célèbres pour leurs liquidations radicales des grandes entreprises américaines, il convient de noter que les entreprises industrielles furent également des agents actifs de cette instrumentalisation des fonds de pension. Elles utilisèrent leur fonds de pension pour conduire elles-mêmes des OPA ou pour prêter de l'argent aux raiders financiers.

La stratégie judiciaire du gouvernement, centrée sur le concept de l'« intérêt exclusif » a eu un double effet : transformer les salariés en actionnaires, du fait de leur statut de bénéficiaire de fonds de pension ; pousser les entreprises industrielles à embrasser elles aussi une logique financière. Les fonds de pension furent donc paradoxalement transformés en agents financiers, actionnaires incités à participer à la redistribution des droits de propriété sur les entreprises américaines et contraints d'adopter une rhétorique hostile au salariat.

Dans le même temps, les dirigeants d'entreprise, un temps déstabilisés par ce nouveau jeu financier, détournèrent à leur profit cette nouvelle possibilité de circulation des droits de propriété et de politique anti-salariale.

Au total, cette stratégie judiciaire du gouvernement est un moment clé dans la diffusion des représentations économiques néolibérales au cours des années 1980, dans le démantèlement du rapport salarial fordiste et dans la domination de la logique financière sur la logique industrielle.

### Phase 3 : Protéger le pouvoir patronal au nom de l'intérêt de l'employeur

Dès les années 1970, les employeurs obtiennent du Congrès des dispositions fiscales avantageuses et la possibilité de loger les actions de leur propre entreprise dans les fonds soumis à la loi ERISA. La part autorisée de ces actions dans le portefeuille global varie selon le type de fonds : d'un maximum de 10 % dans les fonds de retraite jusqu'à 100 % dans les fonds d'épargne salariale. La loi ne prohibe pas l'achat d'actions de l'entreprise employeur par son fonds de pension, malgré les conflits d'intérêts manifestes qu'il engendre. Le pouvoir des employeurs auprès du Congrès est encore assez puissant pour maintenir la légalité de cette politique d'investissement.

Celle-ci va se déployer avec ampleur dans les plans d'actionnariat salarial – dits plans *Esops* – et dans les fonds des plans d'épargne-retraite individuels – dits 401k – lancés en 1981 et qui remplacent progressivement les fonds de retraite traditionnels – à prestations définies – à partir du milieu des années 1980. Les *Esops* et les plans 401k sont à cotisations définies, c'est-à-dire que l'employeur ne porte plus la responsabilité de délivrer une prestation de retraite et s'engage seulement à verser une partie des cotisations, le reste étant à la charge du salarié. Le capital ainsi constitué est géré collectivement, pour l'ensemble des salariés de l'entreprise, par des professionnels financiers recrutés par l'employeur.

Dans les 401k, les salariés peuvent choisir eux-mêmes leurs investissements. De fait, nombreux sont ceux qui vont choisir d'investir en actions de leur entreprise, par manque de discernement financier. Les employeurs sont libres d'y cotiser, sous forme monétaire ou sous forme d'abondement en actions de l'entreprise, formule souvent plus avantageuse pour l'entreprise. Ces dispositions favorisent structurellement un investissement massif en actions

de l'entreprise employeur au cours des années 1990. La chute boursière de 2000 et les nombreuses faillites d'entreprises qui s'ensuivent engendrent des pertes très importantes de ces portefeuilles financiers. Une vague de contentieux soulève l'attention des universitaires et des médias, sans remettre vraiment en question ces pratiques.

Ces pratiques défont à la fois les principes de la théorie financière et le sens le plus commun de la diversification des risques. Elles placent les salariés dans une situation similaire à celle que le législateur de la loi ERISA souhaitait éviter : la trop forte dépendance des fonds de pension vis-à-vis de l'entreprise employeur. L'histoire montre donc qu'en dépit des critiques de la position des salariés dans ces dispositifs, y compris de la part d'économistes conservateurs, d'une législation censée remédier aux problèmes les plus flagrants, d'une volonté gouvernementale de soustraire la gestion de cette épargne de l'emprise des

***L'intérêt financier du salarié en tant que bénéficiaire d'un fonds a été séparé des autres intérêts propres à la condition de salarié, tels que la conservation de son emploi ou l'appréciation de son salaire.***

employeurs, le salarié n'est aucunement devenu ce décideur financier indépendant imaginé par les théoriciens, capable de surcroît d'organiser le financement de sa retraite, de ses soins médicaux et de l'éducation de ses enfants sur les marchés financiers.

#### Phase 4 : Un rapport de pouvoir intériorisé par les juges

Le pouvoir des lobbies patronaux auprès du Congrès se double d'un pouvoir local, auprès des juges, lors des procès qui opposent salariés et employeurs. L'analyse de la jurisprudence permet de faire l'hypothèse d'une influence patronale plus diffuse qui agirait sur les catégories de l'entendement judiciaire.

Pour montrer les effets de cette influence, j'ai étudié la façon dont les juges interprètent l'un des principes fondamentaux de la théorie financière, l'hypothèse dite des « marchés efficients ». Ce principe est mobilisé par les juges pour évaluer si la décision d'investir ou désinvestir dans des titres cotés en bourse a été faite à un prix correct. Le contentieux qui a suivi la crise boursière de 2000 offre plusieurs exemples de la façon dont les juges abordent ces questions.

Les salariés poursuivent en justice le fonds 401k ou l'employeur. Généralement, ils leur reprochent soit de les avoir laissé continuer d'investir dans les titres de l'entreprise juste avant une chute importante du cours du titre voire la mise en faillite de l'entreprise, soit de les avoir incités à désinvestir à un moment de restructuration suivi d'une remontée du cours en bourse. Dans les deux configurations, les salariés se plaignent d'une perte ou d'un manque à gagner occasionnés par le fait qu'ils auraient été insuffisamment informés ou qu'on aurait pris en leur nom une décision contraire à leurs intérêts.

Dans les exemples retenus, le raisonnement des juges suit deux voies : soit le juge retient le principe d'efficacité des marchés comme seul critère valable pour évaluer la décision d'investissement ; soit le juge considère que d'autres critères sont également à prendre en compte et les privilégie au détriment de l'efficacité des marchés. Cette différence de traitement interpelle : comment et pourquoi les juges peuvent-ils mener des raisonnements opposés dans des circonstances similaires ?

Le point commun à ces décisions judiciaires est qu'elles déboutent les plaignants. Compte tenu de cette issue systématiquement défavorable aux salariés, ne doit-on pas faire l'hypothèse que ces raisonnements servent à conforter les décisions financières supervisées par les employeurs ?

Il ne s'agit pas d'une influence directe des employeurs mais plutôt d'une intériorisation par les juges d'une contrainte supplémentaire : ne pas menacer l'existence des fonds de pension en faisant peser sur eux un risque juridique.

Le juge semble en effet intégrer un principe supérieur, de nature politique, qui uniformise les jugements. Ce principe est celui de la « survie » de l'activité, explicitement exprimé dans les documents du Congrès qui concourent à l'élaboration de la loi

ERISA. Car l'objectif de la loi est, certes, de protéger les retraites des salariés, mais au moyen de cette forme concrète d'organisation socio-économique que constitue la « *pension industry* ». L'application de la loi ne doit pas menacer la viabilité des fonds de pension, tels qu'organisés par l'industrie financière. Il est donc essentiel d'éviter un jugement favorable aux salariés qui, en créant un précédent, ferait peser un risque juridique sur ces fonds et leurs promoteurs et menacerait leur viabilité économique et leur légitimité politique.

#### Conclusion

Finalement, l'histoire de la réglementation montre comment les salariés aux États-Unis ont été mis à distance d'une finance censée se développer en leur nom et dans leur intérêt. Cet exemple aux États-Unis témoigne des difficultés à défendre les intérêts salariaux puisque la gestion de l'épargne salariale est contrôlée structurellement par les employeurs et opérationnalisée par les intermédiaires sur les marchés financiers [apRoberts, 2000]. La crise financière de 2007 a montré que d'autres expériences – hors États-Unis – n'ont pas conduit à des choix d'investissement plus judicieux : les fonds de pension y ont alimenté la bulle sur les *subprimes* et, plus généralement, participé à une allocation du capital défavorable à l'emploi local. Les fonds de pension ne semblent donc pas répondre aux conditions d'une véritable protection sociale.

Sabine Montagne

#### Références :

- Montagne S., « Investir avec prudence : les usages d'un impératif juridique par les acteurs du capitalisme financiarisé », *Sociologie du Travail* 54(1), 2012.
- apRoberts L., *Les retraites aux États-Unis. Sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, Paris, 2000.

Les notes de  
L'Institut Européen du Salarial

**Directeur de la publication:** Bernard Friot

**Comité de rédaction :** Lucy apRoberts, Nicolas Castel, Jean-Luc Deshayes, Bernard Friot, Mathieu Grégoire, Jean-Pascal Higélé, Emmanuel de Lescure, Maud Simonet.

**Secrétariat de rédaction:** postmaster@ies-salarial.org, IDHE, Université Paris Ouest Nanterre, 200, av.de la République, 92001 Nanterre cedex 01. ISSN: 1969-6442