



CERNA, Centre d'économie industrielle

Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris

60, bld St Michel - 75272 Paris cedex 06

Tél. : (33) 01 40 51 90 91 – 90 71

Fax : (33) 01 44 07 10 46

[giraud@cerna.ensmp.fr](mailto:giraud@cerna.ensmp.fr)

<http://www.cerna.ensmp.fr>

## Les fonds de pension Vers un nouveau capitalisme ?

Pierre Noël Giraud

Cet article a reçu le « Trophée 2001 » de la Fédération Nationale de la Presse Spécialisée.

Revue Etudes  
Tome 394, n° 2  
Février 2001

Cet article est un extrait, remanié, d'un livre de l'auteur, aux Editions du Seuil :  
« Le Commerce des Promesses. Petit Traité sur la Finance Moderne ».

Affaire Alcatel<sup>1</sup>, affaire Michelin<sup>2</sup>, avenir des retraites : en France les fonds de pension ont été et restent sur la sellette. Pour certains, ce sont eux qui partout imposent désormais la loi implacable et destructrice du profit maximum. D'autres y voient cependant, paradoxalement, un espoir de socialisation du capital. A leurs yeux, les fonds de pension et, plus généralement, les gestionnaires des autres formes d'épargne salariale seraient la seule voie moderne d'une maîtrise retrouvée des rapports entre capital et travail, la voie étatique étant désormais barrée par la globalisation. Examinons donc, d'abord, ce que sont ces fonds de pension et d'où vient leur montée en puissance. Puis, nous évoquerons le débat français à leur propos. Enfin, nous examinerons quelle influence ils exercent sur la direction des entreprises, pour nous demander si, avec eux, se construit un nouveau capitalisme.

Les fonds de pension et les autres investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de la finance de marché globale. Leur montée en puissance est d'abord le résultat d'un phénomène démographique. La génération nombreuse du « baby boom » des pays riches est arrivée à l'âge (40-60 ans) où les ménages épargnent, particulièrement les ménages aisés. Ces ménages étant déjà majoritairement propriétaires de leur logement, qu'ils ont acquis dans la période antérieure ou reçu par héritage, leur épargne est très largement financière. Dans les pays où les systèmes de retraite par capitalisation jouent un rôle important, tels les Etats-Unis<sup>3</sup>, une partie de cette épargne est destinée à financer la retraite. Elle est gérée par les fonds de pension.

---

<sup>1</sup> En septembre 1998 la société Alcatel annonce des résultats en recul par rapport à ses prévisions. Mais surtout, elle est accusée par des fonds de pension anglo-saxons présents dans son capital d'avoir dissimulé aux actionnaires des informations qui auraient pu leur permettre de mieux anticiper ces résultats. Des ventes importantes par les fonds américains font chuter le cours de l'action de 38 %. Le grand public découvre à cette occasion que 40 % environ du capital des plus grandes sociétés «françaises » sont aux mains d'investisseurs étrangers, au premier rang desquels on trouve les fonds de pension anglo-saxons.

<sup>2</sup> En septembre 1999, Michelin annonce simultanément une hausse de 17 % de ses profits semestriels et un plan de réduction d'emplois en Europe (7500 postes en trois ans, soit 10 % des salariés). L'action Michelin bondit de 12 % en une séance. Selon certains analystes, la seule annonce des bons résultats justifiait une hausse de 6 % seulement. L'annonce simultanée du plan de réduction d'effectifs, en portant la hausse à 12 % a donc fait gagner aux actionnaires 2 milliards de francs de plus-value potentielle. L'indignation est générale devant une telle soumission des directions d'entreprises au nouveau credo : maximiser par tous les moyens la « valeur de l'entreprise pour les actionnaires ». Bien que ne détenant que 20 % du capital de Michelin, les fonds de pension sont accusés, car ce sont eux les apôtres du nouveau credo.

<sup>3</sup> Cependant, même aux Etats Unis, les retraites par capitalisation ne constituent qu'une partie du système. Les fonds de pension ne concernent que 45% des salariés du secteur privé ( 20% seulement des salariés dans les entreprises de moins de 25 employés) et 75% des emplois publics. La « *social security* » ( système public de retraite par répartition) assure à elle seule

Comme la génération du « baby boom » est plus nombreuse que la précédente, les fonds de pension reçoivent actuellement en cotisations plus qu'ils ne versent en retraites. Ils placent l'excédent en titres. Les fonds de pension sont cependant loin de gérer toute l'épargne financière des ménages américains. Ceux-ci investissent individuellement en titres (en fait de manière minoritaire et de moins en moins), et surtout confient leur épargne à des gestionnaires d'épargne collective, les *mutual funds* et les compagnies d'assurance vie. Dans les pays à régime de répartition quasi pure, comme la France, les cotisations-retraites sont, par construction, égales chaque année aux retraites versées<sup>4</sup>. Les ménages aisés du « baby boom » y accumulent également une épargne financière, non dans des fonds de pension, mais dans des OPCVM et des contrats d'assurance-vie. Au total, l'épargne financière gérée par l'ensemble des « institutionnels » était en 1996 de 13 400 milliards de dollars, soit de 181 % du PNB aux Etats-Unis et de 1 300 milliards de dollars, soit 83 % du PNB en France<sup>5</sup>. Les investisseurs institutionnels américains ont des portefeuilles constitués pour plus de la moitié d'actions. En conséquence, en 2000, ils détiennent 59 % des actions cotées américaines<sup>6</sup>

## Un débat français

---

Les avocats de l'introduction progressive de fonds de pension dans le système français de retraite font valoir quatre types d'arguments : ils stimuleraient l'épargne financière ; ils permettraient à notre système de retraite de mieux amortir le choc démographique que vont subir tous les pays riches ; la retraite par répartition serait structurellement moins « rentable » que la retraite par capitalisation (il faut cotiser plus pour obtenir la même retraite) ; enfin, en investissant dans des entreprises « françaises », les fonds « français » réduiraient la place qu'occupent actuellement dans leur capital des fonds anglo-saxons. Examinons rapidement ces arguments.

D'abord, gardons-nous de commettre l'erreur de penser que, dans les systèmes par capitalisation, l'ensemble des cotisations aux fonds constitue une épargne nette, alors que, dans les systèmes par répartition, les cotisations, versées aux retraités l'année même où elles sont prélevées, ne sont évidemment pas une épargne. On en tirerait, en effet, la conclusion que la retraite par capitalisation est intrinsèquement plus favorable à l'épargne, donc à

---

40% du revenu de l'ensemble des retraités.

<sup>4</sup> Ce n'est pas tout à fait exact. Les caisses de retraite peuvent se trouver en excédent et accumuler des réserves ou en déficit et consommer ces réserves ou bénéficier de transferts. Mais le principe général est bien d'ajuster cotisations annuelles et pensions annuelles sur le moyen terme.

<sup>5</sup> Chiffres extraits de l'annuaire statistique de l'OCDE de 1998.

<sup>6</sup> Les ménages ne détiennent donc directement que 41% de l'ensemble des actions cotées américaines.

l'investissement, donc à la croissance. Or, il n'en est rien. En effet, dans un système de retraite par capitalisation, les cotisants achètent des titres, mais les retraités en vendent. Il n'y a donc d'épargne nette positive dans un tel système que si les cotisations sont supérieures aux retraites, par exemple lorsque les classes actives sont plus nombreuses que les retraités. Dans la répartition, les cotisations ne sont certes pas une épargne, mais les retraités n'ont pas besoin de désépargner pour vivre. Lorsque les classes actives sont nombreuses par rapport aux retraités, les actifs cotisent moins que dans un système par capitalisation pour constituer des droits à la retraite équivalents. Toutes choses égales par ailleurs, ils épargnent donc plus, sous d'autres formes, que l'épargne-retraite. Dans les deux systèmes, des actifs plus nombreux que les retraités produisent donc une épargne nette positive. Il en résulte que, sur une période longue, on n'a pas réussi à mettre en évidence, au sein des pays riches, de différences significatives de taux d'épargne des ménages qui seraient dues au type de système de retraite, ni – ce qui est le paramètre essentiel pour la croissance – de différence significative de taux d'investissement. Le premier argument en faveur de la création de fonds de pension en France (ils favoriseraient l'épargne) n'a donc aucun caractère structurel. Il reste que l'introduction de fonds de pension dans un pays où il n'existent pas est, selon leurs défenseurs, susceptible d'augmenter temporairement le taux d'épargne. Tout d'abord, cela n'est pas évident. On pourrait assister à de simples transferts d'épargne de l'assurance-vie et des OPCVM vers les fonds de pension en fonction des avantages, en particulier fiscaux, des différentes formules. Mais surtout, pourquoi faudrait-il augmenter le taux d'épargne en France ? N'est-il pas bien suffisant, puisque « la France » (c'est-à-dire l'ensemble de ses résidents), ayant depuis plusieurs années une balance commerciale positive, exporte de l'épargne à l'étranger ?

On rétorquera – c'est le second argument – qu'il s'agit d'augmenter le taux d'épargne aujourd'hui et d'investir l'épargne supplémentaire, via des fonds de pension, pour « amortir » le choc démographique sur les retraites à venir. L'épargne accumulée permettrait, en effet, de maintenir les retraites sans augmenter autant les cotisations. C'est exact. Mais créer des fonds de pension n'est qu'une des modalités possibles de cette opération. Les régimes de retraite par répartition pourraient l'effectuer eux-mêmes. Ils augmenteraient les cotisations dès aujourd'hui et placeraient l'excédent en titres. Ils se comporteraient ainsi, partiellement, en fonds de pension, mais seulement jusqu'à la fin du choc démographique<sup>7</sup>.

Quant au troisième argument – l'avantage intrinsèque de la retraite par capitalisation en termes de rendement –, il a été très largement discuté dans nombre de rapports officiels récents<sup>8</sup>. Ne

---

Source : bulletin de l'Agence Financière de New York ( Ambassade de France), N° 102, 9/99.

<sup>7</sup> C'est, dans ses grandes lignes, ce que propose le rapport du CAE, cf. note 8.

<sup>8</sup> Les deux principaux sont le rapport du Conseil d'Analyse Economique (CAE) : « Retraites et Epargne », *Documentation Française*, 1998, et le rapport du Commissariat du Plan (Rapport Charpin) :

rappelons donc ici que l'essentiel. Au sein d'un espace géographique donné, le taux de croissance du salaire réel et le rendement moyen des titres financiers doivent être égaux, sur longue période, au taux de croissance de l'économie. Le rendement d'un système par répartition est le taux de croissance des salaires réels. Il ne peut donc y avoir de rendement supérieur d'un système par capitalisation que si ses gestionnaires placent les cotisations dans des actifs au rendement plus élevé que la moyenne, donc au prix d'un risque plus élevé. Dans les pays riches, l'avantage que pourrait présenter la capitalisation dans les décennies à venir ne tient, en réalité, qu'au fait que ce système est capable, en raison de la globalisation financière, de « globaliser » les retraites, alors qu'un système par répartition reste national. L'avantage procuré par la globalisation des retraites vient de ce que seuls les pays riches (et non le monde dans son ensemble) vont connaître un choc démographique. On est donc renvoyé à la discussion précédente, dont la conclusion se trouve renforcée. La capitalisation peut effectivement amortir les effets sur les retraites du choc démographique dans les pays riches.

Mais l'essentiel du débat vient de ce que les modalités de cette capitalisation peuvent prendre des formes extrêmement différentes, allant d'une certaine dose de capitalisation, au sein même des organismes gérant les retraites par répartition à l'épargne-retraite individuelle, en passant par l'épargne-retraite collective (d'entreprise, de branche, etc.) gérée par des fonds de pension à l'anglo-saxonne. Le véritable choix porte donc sur les modalités de l'introduction d'une « dose » de capitalisation, car ces modalités diffèrent considérablement en termes de risques, et surtout de mutualisation des risques et de transferts au sein des participants.

## Une entreprise de reconquête ?

---

Reste le dernier argument, la reconquête, par des institutionnels « français », de la part jugée excessive des fonds de pension *mutual funds* étrangers (majoritairement anglo-saxons) dans le capital des entreprises « françaises ». Selon certaines estimations<sup>9</sup>, ceux-ci détiendraient en effet 40 % du capital des sociétés qui constituent le CAC 40 à la Bourse de Paris. Comment en est-on arrivé là ? Pour trois raisons principales. La première est que les institutionnels américains ont, ces dernières années, nettement diversifié leurs portefeuilles de titres, au profit des actions, et l'ont également internationalisé. Ainsi, les fonds de pension américains ont un portefeuille

---

« L'Avenir de nos Retraites », *Documentation Française*, 1999.

<sup>9</sup> En réalité, il semble assez difficile de faire un point précis de cette question. Les estimations sont assez variables selon les sources. Selon une enquête du Journal des Finances de Mai 99, la part des non-résidents dans le capital social des sociétés du CAC 40 tourne autour de 40 %. Le CREP (Centre de recherche sur l'épargne), cependant, évaluait ce chiffre à 28 % en octobre 1999. Pour la Banque de France, au 31 décembre 1999, les non-résidents détenaient 41 % de l'ensemble des actions françaises cotées ( et pas seulement du CAC 40). Source : Bulletin de la Banque de France, n° 80, Août 2000

composé, en moyenne de 50 % d'actions. Pour les 1000 fonds principaux, ce pourcentage s'élève à 57 %, dont un cinquième (12 % de leur portefeuille) d'actions étrangères. Quant aux *mutual funds*, 54 % de leurs investissements sont en actions (dont 85 % d'actions américaines). La deuxième raison est que les institutionnels français ont moins diversifié leurs portefeuilles et détiennent proportionnellement moins d'actions que les Américains. La politique des institutionnels ne faisant que refléter les préférences de leurs mandants, il s'agit donc d'une réticence plus grande, chez les ménages français, à investir en actions. La troisième raison est que, depuis une dizaine d'années, les gouvernements français successifs ont privatisé un grand nombre d'entreprises, entraînant ainsi une offre importante d'actions nouvelles, phénomène plutôt rare dans le monde riche. Cette offre fut, de toute façon, supérieure à la part d'épargne française qui souhaitait s'investir en actions françaises. On comprend alors pourquoi, des pays européens, la France est un de ceux dans lequel les fonds de pension anglo-saxons sont les plus massivement présents au capital des grandes entreprises cotées.

## Réorienter l'épargne française ?

---

Si l'on souhaite que cela change, il faudrait trouver les moyens de réorienter l'épargne financière des ménages français, de ses supports privilégiés (les comptes d'épargne – dont le livret A et les comptes d'épargne-logement – et les obligations) vers les actions. En mars 2000, l'épargne des ménages français placée en livret A était de 100 milliards d'euros ; l'ensemble des dépôts à terme représentait 500 milliards. Les OPCVM et contrats d'assurance-vie étaient investis pour 700 milliards en obligations ; 50 milliards d'obligations étaient, de plus, détenues en direct par les ménages. En comparaison, les ménages ne détenaient directement que 232 milliards d'actions cotées (dont 206 d'actions françaises) et 162 milliards en parts d'OPCVM non obligataires (donc principalement, mais non uniquement, investis en actions)<sup>10</sup>. La capitalisation boursière des sociétés cotées au CAC 40 était, en mars 2000, de 1 135 milliards d'euros. Il suffirait donc que 18 % de l'épargne placée sur des comptes de dépôt et en obligations se déplace vers les actions françaises du CAC 40 pour que la part des institutionnels anglo-saxons au capital de ces entreprises passe de 40 à 20 %<sup>11</sup>. Mais on voit mal pourquoi la création de fonds de pension serait le moyen privilégié de modifier les comportements d'épargne financière des ménages français. Soit ces fonds se développeraient à côté des institutionnels existants, donc très progressivement ; soit ils se substitueraient plus rapidement à eux et, dans ce cas, pourquoi investiraient-ils très différemment ? Eux aussi adopteront une

---

<sup>10</sup> Source : *Bulletin de la Banque de France*, Supplément Statistique du 3<sup>ème</sup> trimestre 2000.

<sup>11</sup> Je néglige évidemment ici, pour la simplicité d'un raisonnement qui ne s'intéresse qu'aux ordres de grandeur, l'effet que cela pourrait avoir sur le cours des actions.

politique reflétant les préférences de leurs mandants.

Reste à savoir si la présence importante des fonds anglo-saxons dans le capital des entreprises cotées à la Bourse de Paris est dangereuse, et en quoi consiste ce danger. Il faut, pour cela, en venir à la politique de ces fonds à l'égard des entreprises. Laissons donc là le cas particulier de la France, pour aborder la question plus générale qui nous occupe ici. Pour des raisons démographiques, et parce que la libéralisation financière a provoqué une complexité et un risque accru dans la gestion de patrimoines financiers, faisant reculer la gestion directe, les gestionnaires d'épargne pour compte de tiers des pays riches sont devenus *les* acteurs prépondérants de la finance globale ; et ils sont désormais des actionnaires très importants des entreprises cotées en Bourse<sup>12</sup>. Quelles en sont les conséquences ?

## Des entreprises changent de propriétaire

---

Qui est propriétaire des entreprises ? Il, faut pour répondre, faire un détour par la question essentielle, mais complexe, de la « propriété » des entreprises. Nous utiliserons la définition que donne l'économie, et non le droit, de la propriété d'une entreprise. Pour un économiste, est propriétaire celui qui détient « le droit de contrôle résiduel », c'est-à-dire le droit d'utiliser souverainement la monnaie qui reste à l'entreprise une fois que celle-ci a honoré tous ses contrats.

Remarquons, d'abord, que la question de la propriété a une réponse immédiate dans le cas – majoritaire en termes de chiffre d'affaires et surtout d'emplois – des entreprises « familiales ». Ce sont généralement de petites ou moyennes entreprises. L'actionnaire majoritaire et le dirigeant y sont la même personne physique, ou bien les actionnaires majoritaires sont de la même famille, au sein de laquelle est choisi le dirigeant. Le propriétaire, c'est alors la famille. C'est dans le cas de la grande société anonyme, dont les actions sont détenues par des milliers de personnes, que, la réponse est plus difficile. Après la guerre, dans les pays riches, avec la dilution de la propriété familiale dans les grandes entreprises produites par les augmentations de capital auprès du grand public ou des banques, on a pu soutenir que la propriété des entreprises était passée aux dirigeants. C'est la thèse qu'avaient défendue, dès les années 30, Bearle et Means.<sup>13</sup> Les dirigeants-propriétaires restaient, néanmoins « sous le contrôle » des actionnaires. On a distingué deux modalités d'exercice de ce droit de contrôle, sous les noms de « capitalisme

---

<sup>12</sup> Rappelons que les institutionnels détiennent 59 % des actions américaines.

<sup>13</sup> Bearle et Means, « The modern corporation and private property », *Commerce Clearing House, Inc.*, New York, 1932.

anglo-saxon » et de « capitalisme rhénan »<sup>14</sup>.

Dans le capitalisme anglo-saxon, l'actionnariat est très diffus. C'est à la Bourse que s'exerce le contrôle sur les « dirigeants propriétaires ». Il prend la forme de sanctions *a posteriori*. Si les actionnaires ne sont pas satisfaits des résultats du dirigeant, en termes de dividendes distribués ou d'évolution des cours des actions, ils « votent avec leurs pieds » en vendant les actions. Le cours de l'action baisse, et le dirigeant est alors à la merci d'un raider, qui lève des fonds sur le marché des obligations ou obtient des crédits bancaires pour lancer une OPA inamicale. Si l'OPA réussit, le dirigeant est renvoyé, l'entreprise en général dépecée et revendue par lots à d'autres dirigeants propriétaires. Dans le capitalisme rhénan (dont les représentants classiques sont l'Allemagne et le Japon), le dirigeant propriétaire est à l'abri de ce genre de désagréable épisode. Un petit nombre d'actionnaires sont, en effet, regroupés et disposent d'une part suffisante du capital social pour obtenir la majorité des votes dans les assemblées générales d'actionnaires. Ce sont des banques, par ailleurs créancières principales de l'entreprise, ou d'autres entreprises. Le dirigeant est alors sous le contrôle de ses pairs, des dirigeants propriétaires de banques et d'entreprises. Ceux-ci lui laissent une très large liberté de manœuvre (ce qui en fait lui-même un propriétaire), sous réserve de réciprocité, et tant qu'il ne commet pas de fautes jugées graves par ses pairs.

Dans ces capitalismes, de type anglo-saxon ou rhénan, les dirigeants des grandes entreprises étaient donc les propriétaires, dans la mesure où ils avaient incontestablement le droit de contrôle résiduel. Leur seule contrainte était de servir aux actionnaires une rémunération « satisfaisante ». Sous cette contrainte de rentabilité « normale », les objectifs des dirigeants pouvaient être variables. En tout cas, les dirigeants des grandes entreprises cotées n'avaient aucune raison de privilégier la rentabilité des fonds propres. En Europe, la thèse encore largement dominante est que la globalisation financière oblige le capitalisme rhénan à évoluer vers le capitalisme anglo-saxon. On le regrette en général, car le premier y est considéré comme plus efficace à long terme – en privilégiant les stratégies de croissance – et plus « social »<sup>15</sup>. C'est se méprendre sur les évolutions en cours. En vérité, l'un comme l'autre ont été profondément transformés par l'émergence des investisseurs institutionnels et de la finance globale.

---

<sup>14</sup> Cf., par exemple, Michel Albert : « *Capitalisme contre Capitalisme* », Seuil, 1991.

<sup>15</sup> Cf., par exemple : Robert Boyer : « D'un capitalisme à l'autre », *Le Monde*, 4 juin 1996. C'est aussi la position de Michel Albert dans « *Capitalisme contre Capitalisme* ».



## Les exigences des nouveaux propriétaires

---

Je soutiendrai, en effet, que les institutionnels sont devenus les véritables propriétaires des grandes entreprises cotées. Le contrôle qu'ils exercent désormais sur les dirigeants d'entreprises n'a plus rien à voir ni avec les sanctions brutales qu'exerçait *a posteriori* le couple petit actionnaire/raider du capitalisme anglo-saxon, ni avec le contrôle, également *a posteriori*, qu'exerçait sur ses membres l'oligarchie des dirigeants propriétaires du capitalisme rhénan. Dans un très grand nombre d'entreprises cotées, ce sont eux, désormais, qui détiennent le droit de contrôle résiduel.

Or, les institutionnels, du *hedge fund* le plus audacieux au gestionnaire de fonds de pension le plus prudent, gèrent l'épargne des millions de ménages aisés de la génération du « baby boom » des pays riches. En tant que tels, ils n'ont qu'un objectif : maximiser le rendement de l'épargne de leurs mandants, compte tenu du niveau de risque que ceux-ci sont prêts à assumer. Quand les institutionnels investissent en actions, leur objectif est donc d'optimiser le couple rendement/risque de ce type de placement. Le risque d'un placement en actions est la volatilité du prix de l'action. Réduire ce risque, c'est se donner les moyens de prévoir l'évolution des cours. Cela passe par l'information sur ce que font et ce que veulent faire les dirigeants. D'où les codes de « gouvernement d'entreprise », dont l'essentiel est : « informez-nous, soyez transparents, permettez-nous de vérifier ce que vous faites, annoncez et justifiez ce que vous allez faire ». Quant au rendement, c'est simple : l'objectif des dirigeants doit être la maximisation de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires, donc de la rentabilité des fonds propres. L'une des conséquences de ces deux exigences est que les institutionnels interviennent désormais directement sur le périmètre et l'organisation interne de l'entreprise

Reste l'irréductible asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants d'entreprise. Pour la surmonter, le seul moyen est d'intéresser directement les dirigeants à la poursuite de l'objectif de l'actionnaire. La méthode la plus simple, c'est de leur distribuer des « stock option ». Pour la plupart des dirigeants des grandes entreprises, les « stock option » sont aujourd'hui, de loin, la source principale d'enrichissement<sup>16</sup>. Leur intérêt économique est donc désormais identique à

---

16 Une étude de Brian Hall et Jeffrey Liebman (NBER. W7596), portant sur un échantillon représentatif de PDG américains, montre que, depuis 1980, les salaires + bonus ont été multipliés par 2, et la valeur des « stocks options » par 7. Pour la plupart d'entre eux, les « stocks options » représentent désormais un élément de rémunération plus important que le total salaire + bonus. On ne dispose pas d'étude similaire pour la France. A titre de simple illustration, Claude Bebear, PDG d'Axa, l'un des très rares dirigeants français affichant l'ensemble de ses rémunérations, a reçu en 1998 : 5 MF (3,8 nets) de salaire, 15 MF (11,7 nets) de bonus (lié aux résultats), et disposait de « stock options » dont la plus-value potentielle, fin 1998, était de 607 MF. Ces chiffres ne sont pas directement comparables. Les deux premiers sont des flux

celui des actionnaires.

Peut-on, dans ces conditions, parler de transfert de la propriété des grandes entreprises cotées de leurs dirigeants aux actionnaires institutionnels ? J'avancerai la thèse que oui. La raison essentielle en est qu'on passe d'un mécanisme de sanctions *a posteriori* à un système de contraintes et de normes *a priori* qui modifient en profondeur les objectifs et les modes de gestion des entreprises.

## Des capitalismes « purs » ?

---

Si la thèse que je soutiens est vraie, il s'agit d'une rupture importante. En effet, pour la première fois dans l'histoire des capitalismes, cet actif très particulier qu'est la propriété des entreprises (non la propriété juridique, mais la propriété au sens économique) devient un actif liquide. Entendons-nous bien : une action d'entreprise a toujours été un actif très liquide, mais elle ne conférerait pas de droit de propriété réel sur l'entreprise. Ce qui change, c'est que la concentration des actions dans les mains des institutionnels rend désormais liquide le droit de propriété lui-même. Il en résulte que, pour la première fois dans l'histoire des capitalismes, les entreprises sont gérées selon l'objectif unique de « maximisation des profits », objectif que leur attribuait, à tort jusqu'ici, l'essentiel des modèles micro-économiques. Il en résulte aussi, en raison de la liquidité effective de la propriété, que de puissantes forces d'« égalisation des taux de profit » agissent désormais, comme le supposaient, également à tort jusqu'ici, les modèles macro-économiques.

Le paradoxe fascinant, c'est que ce grand pas du fonctionnement réel des capitalismes vers les comportements et mécanismes capitalistes « purs » que décrivent les modèles théoriques de l'économie se produit grâce au fait que des gens, qui sont pour l'essentiel des salariés, sont, par l'intermédiaire des institutionnels, devenus – ou en passe de devenir – les propriétaires des plus grandes entreprises. Le capitalisme le plus « pur » – le profit comme norme suprême de l'activité économique – résulte donc d'une forme, certes particulière, de propriété « sociale » du capital.

Cela soulève de vastes questions. Les premières portent sur les objectifs et les comportements actuels des institutionnels. Comment ces nouveaux propriétaires orientent-ils la stratégie et la

---

et le dernier un stock. Mais supposons que ces rémunérations aient été accumulées sur 10 ans, la plus-value sur « stock options » représente une moyenne de 60 MF par an, soit beaucoup plus que les salaires et bonus.

gestion des entreprises<sup>17</sup>? Privilégient-ils systématiquement les profits à court terme, au détriment de l'emploi et de la croissance, comme on les en accuse fréquemment ? Gestionnaires de masses considérables d'actifs financiers, comment se comportent-ils sur les marchés ? Y ont-ils un rôle stabilisateur, ou augmentent-ils au contraire, leur instabilité ? Nous ne pouvons traiter de telles questions dans le cadre de cet article<sup>18</sup>. Les secondes, de plus long terme, tournent autour de la question de savoir si les salariés, par l'intermédiaire des fonds qui gèrent leur épargne, peuvent espérer influencer les dirigeants des entreprises et fonder ainsi de nouvelles relations entre le capital et le travail.

## Vers de nouveaux capitalismes ?

---

Que la globalisation cause une profonde transformation des capitalismes et qu'on soit encore dans une période de transition, où les traits distinctifs de ces nouveaux capitalismes ne sont pas entièrement dégagés, chacun en conviendra. Le débat porte sur la question : où va-t-on ?

Pour certains – tel, en France, Michel Aglietta –, cet avenir peut déjà être nommé « capitalisme patrimonial »<sup>19</sup>. Ils prennent acte des transformations des formes de compétition et des rapports entre actionnaires, dirigeants et salariés. Ils constatent que la grande majorité des salariés, dans la plupart des pays, sont actuellement dans un rapport de forces avec les propriétaires réels des entreprises plus défavorables que ce qu'il était pendant les trois décennies d'après-guerre dans les pays riches. Ils sont généralement de ceux qui pensent que actuellement, les fonds de pension sont largement responsables de ce déséquilibre. Mais ils anticipent, ou du moins ils espèrent une évolution ultérieure plus favorable, du fait que les nouveaux propriétaires des grandes entreprises sont désormais les mandataires de millions de personnes qui, pour l'essentiel, sont aussi des salariés. Au lieu d'être déchirés entre leurs intérêts d'actionnaires et de salariés, ces salariés propriétaires pourraient, à condition d'oeuvrer collectivement, sinon réconcilier capital et travail, du moins rééquilibrer les rapports entre eux. La réponse à long terme à des « affaires Michelin », qui manifestent aux yeux de beaucoup le déséquilibre actuel, serait donc : création de fonds de pension en France où ils n'existent pratiquement pas ; développement de l'épargne salariale investie dans les entreprises ; démocratisation des stocks-options (les distribuer plus largement au sein des entreprises) et, plus généralement, des formes de rémunérations des salariés liées aux résultats. Ainsi les salariés d'une entreprise, mais, plus généralement, l'ensemble des salariés-actionnaires, auraient leur mot à dire sur les critères de

---

<sup>17</sup> Même si l'on ne partage pas ma thèse, que ce sont les nouveaux propriétaires des entreprises cotées en bourse, on conviendra qu'ils exercent désormais une influence décisive sur leurs dirigeants.

<sup>18</sup> Elles le sont dans le livre dont cet article est un extrait remanié.

gestion et pourraient déplacer le point d'équilibre entre les intérêts des *share-holders* et des *stake-holders*<sup>20</sup>.

## Des salariés actionnaires

---

Ce n'est pas une idée neuve, elle est même aussi vieille que les capitalismes. Elle a nourri nombre d'utopies anarchistes ou socialistes au XIXe siècle. C'est elle qui, sous le nom de « participation », a fait tomber De Gaulle en 1969. Mais ce n'est pas une raison suffisante pour l'écarter. Si je n'y crois pas, c'est pour trois raisons. Premièrement, les entreprises « propriétés » des investisseurs institutionnels resteront une minorité ; deuxièmement, les salariés-actionnaires resteront une minorité des salariés ; troisièmement, leurs critères de gestion ont fort peu de chance de différer de ceux d'actionnaires purs.

Ce qui tend à disparaître des capitalismes contemporains, ce sont les entreprises « technocratiques », identifiées comme telles par Bearle et Means, où les dirigeants salariés sont les véritables propriétaires, face à un actionnariat dispersé, ainsi que les entreprises « oligarchiques » des capitalismes rhénans. Dans ces entreprises, on l'a dit, les investisseurs institutionnels ont déjà acquis la propriété réelle, et le mouvement peut s'étendre encore, en particulier dans les pays de capitalisme rhénan. Mais cela ne saurait faire oublier qu'un autre phénomène se développe en parallèle, comme toujours dans les phases actives de destruction créatrice schumpeterienne : l'apparition de nouvelles entreprises de type individuel, qui peuvent devenir de très grandes entreprises et rester la propriété de leurs fondateurs et de leurs héritiers désignés. Les noms de Arnault, Bolloré, Bouygues, Lagardère, Pinault, en témoignent en France, et les exemples sont encore plus nombreux aux Etats-Unis<sup>21</sup>. Mais surtout, on sait que la majorité des entreprises (en termes de chiffres d'affaires et d'emplois) ne sont pas les plus grandes, mais des entreprises petites et moyennes où le type de propriété individuelle et familiale reste absolument dominant. Le pouvoir des salariés-actionnaires, s'ils le prennent et l'exercent, ne concernera donc, en tout état de cause, qu'une minorité d'emplois dans les pays riches ; *a fortiori*, évidemment, dans le reste du monde, où les investisseurs institutionnels sont encore très peu présents. Or ces entreprises, hypothétiquement « propriété collective des salariés » sont et seront, directement ou indirectement, en compétition avec les autres, qui

---

<sup>19</sup> Michel Aglietta « Le capitalisme de demain ». Note de la Fondation Saint Simon, novembre 1998.

<sup>20</sup> *Share holder* signifie actionnaire. *Stake holder* est intraduisible simplement : il s'agit de l'ensemble de ceux qui sont « partie prenante » de l'entreprise, directement concernés par ses décisions et acteurs de sa rentabilité et de son développement : les salariés, mais aussi les consommateurs, les sous-traitants.

<sup>21</sup> Cela ne signifie pas que les dirigeants de ces entreprises, dont une large part du capital est en Bourse, sont totalement indifférents aux exigences des institutionnels. Mais, restant propriétaires, ils en sont moins dépendants.

resteront, elles, du plus pur type capitaliste traditionnel. On voit mal comment cette compétition leur permettrait d'adopter des comportements significativement divergents.

## Le jeu de minorités

---

L'actionnariat salarié direct ou par l'intermédiaire des institutionnels peut certes encore se développer. Mais qui concerne-t-il ? Au sein même des pays riches, une minorité de salariés, ceux qui peuvent se permettre d'avoir un fort taux d'épargne tout au long de leur vie. Au sein de cette minorité, ceux qui ont des intérêts d'actionnaires significatifs sont eux-mêmes une minorité. Ainsi, aux Etats-Unis, 10 % des ménages détiennent près de 90 % des actions et des parts de *mutual funds*.<sup>22</sup> Quelles que soient les formes prises par l'organisation d'une gestion collective de l'épargne des salariés (représentants des syndicats dans les fonds de pension, etc.), la minorité très directement intéressée au rendement de son épargne, parce que cette épargne est très importante, soit prendra le pouvoir, soit fera sécession, si la gestion collective ne lui convient pas. Or, il ne fait pas de doute que cette minorité se comportera avant tout en actionnaire, en raison de l'évidente dissymétrie de ses intérêts. Exiger une rentabilité la plus élevée possible est nettement dans son intérêt, alors que les conséquences possibles sur le rapport capital-travail dans son ensemble ont toutes les chances de ne pas la concerner directement, mais plutôt de concerner la masse des salariés précarisés du bas de l'échelle, dont elle ne font pas partie.

De ces deux points résulte le dernier. J'ai le plus grand mal à imaginer que des institutionnels encore plus puissants, même passés sous le contrôle d'organisations « représentatives » de l'ensemble de leurs mandants, puissent se comporter différemment d'aujourd'hui. L'espoir du contraire est alimenté par l'existence de fonds sélectionnant leurs investissements selon des critères éthiques et écologiques et non seulement financiers<sup>23</sup>. Ces fonds demandent aux entreprises dans lesquelles ils investissent de prouver qu'elles sont écologiquement correctes et s'abstiennent de réduire en esclavage des enfants dans le Tiers-Monde. On évalue à 2000 milliards de dollars les actifs des fonds ayant adopté ce genre de « charte », sur un total de plus de 20 000 milliards. Aux Etats-Unis, la part de l'épargne gérée par les fonds « éthiques » atteindrait même 12 % en 2000. Il est possible que cela se développe encore. Mais il faut observer que ces choix éthiques ne sont, pour l'instant, jamais faits au détriment de la

---

<sup>22</sup> Source : *Bulletin de l'Agence Financière de New York* (Ambassade de France), n° 102, 9/99.

<sup>23</sup> C'est ainsi qu'André Orléan, dans la conclusion de son livre *Le pouvoir de la finance* (Ed. Odile Jacob, Paris 1999), voit dans les « fonds éthiques » les prémisses d'un « contrôle de la finance par l'opinion démocratique » susceptible de « modifier les critères de gestion des entreprises » (p. 263).

rentabilité<sup>24</sup>. Entre deux entreprises également rentables, on choisira la plus écologique, mais on n'offrira aucune « prime » à cette dernière. C'est certainement une excellente chose que cette extension du *benchmarking* a de nouveaux critères. Mais ce supplément d'âme, auquel sont incontestablement sensibles les classes moyennes, ne doit pas toucher à leur porte-monnaie. Là est bien la limite aux évolutions de comportement des investisseurs institutionnels, qui résulte des deux observations précédentes.

Il n'y a donc, à mon avis, rien à attendre de la montée en puissance des investisseurs institutionnels en matière d'évolution du rapport capital-travail. Bien plutôt devrait-elle contribuer à accentuer encore l'éclatement du salariat entre une minorité doublement privilégiée (salaires élevés et actionnaires) et la grande majorité, surtout si l'on raisonne au plan mondial. Si rééquilibrage d'ensemble entre travail et capital il doit y avoir, il ne peut passer, à mon sens, que par des voies très classiques : l'organisation d'un pouvoir collectif des salariés en tant que tels, soutenu par les Etats. A mes yeux, la réponse de long terme à une « affaire Michelin » est la suivante : accepter la logique de la globalisation et les contraintes de compétitivité et de rentabilité qu'elle impose aux entreprises, mais obtenir des compensations significatives pour ceux qu'elle frappe. On voit bien, cependant, quelles en seraient les conditions : des syndicats réellement représentatifs et internationaux, puisque les firmes sont désormais globales. En fin de compte, et plus généralement, il s'agit de reconstituer les conditions d'un « fordisme »<sup>25</sup> à échelle mondiale. On mesure, par conséquent, le chemin à parcourir, mais il ne me paraît pas exister d'autres voies.

---

<sup>24</sup> Sauf dans le cas, extrêmement minoritaire, de fonds qui affectent délibérément une part de leurs revenus à des transferts et investissements « sociaux » ou « humanitaires ».

<sup>25</sup> « Fordisme » désigne un ensemble d'institutions (dont des syndicats puissants et des Etats intervenant directement sur le partage de la richesse) qui assure un partage équilibré de la richesse produite entre capital et travail, de manière à soutenir la consommation et à atteindre la croissance maximum autorisée par le progrès technique. Le nom vient de Henry Ford, fondateur de la firme automobile américaine du même nom. Au début du XXème siècle, il fut l'un des premiers à comprendre (et à mettre en pratique) qu'il fallait augmenter régulièrement les salaires ouvriers si l'on voulait qu'ils deviennent consommateurs de ce qu'ils produisent. Les Etats-Unis à partir du *New Deal*, l'Europe et le Japon dans les trois décennies d'après-guerre, ont connu des formes différentes de « Fordisme », mais dans le cadre d'économies très fermées.