

*Juin 2006*

*Recherches & Régulation Working Papers*

*LE TRUST, FONDEMENT JURIDIQUE DU CAPITALISME  
PATRIMONIAL*

Sabine Montagne

RR serie I 2006-3

[www.theorie-regulation.org](http://www.theorie-regulation.org)

**Association Recherche & Régulation**  
c/o LEPII-CNRS  
Université Pierre Mendès France  
1241, rue des Résidences  
BP 47 - 38040 Grenoble Cedex 9

*Issu de l'intervention au colloque « Où en est la théorie de la Régulation ? »  
29-30 juin 2004, Université La Sorbonne, Paris.*

## Le trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial

Sabine Montagne<sup>1</sup>

Cet article vise à montrer l'intérêt de prendre en compte le droit dans une analyse économique institutionnelle du type de celle produite par la Théorie de la Régulation (TR). A partir du diagnostic initial sur le rôle des fonds de pension américains dans la macroéconomie fordiste, il s'agit d'éclairer leur évolution récente en introduisant un paramètre jusqu'ici peu exploité : l'effet des règles juridiques sur les comportements économiques.

### **1. Une thématique régulationniste : l'articulation entre rapport salarial et finance**

Les différentes tentatives de caractérisation du régime macroéconomique des années 1980-2000 (Chesnais, 1996 ; Aglietta, 1999 ; Boyer, 1999 ; Lordon, 2000a) ont abouti à la mise en évidence de la prééminence de la finance sur les autres formes institutionnelles et à la description d'un nouveau rapport salarial « financiarisé<sup>2</sup> », par opposition à celui du régime fordiste (Aglietta, 1976, Boyer, 1986). Critiques ou optimistes, ces analyses convergent toutefois sur la place centrale de l'épargne, et de l'épargne salariée en particulier, dans la dynamique économique contemporaine. Côté finance, la littérature sur le gouvernement d'entreprise expose les enjeux de la nouvelle gouvernance impulsée par les nouveaux acteurs financiers, les investisseurs institutionnels. La puissance de ces investisseurs est en mesure d'imposer un alignement des stratégies d'entreprise sur le modèle de la valeur pour l'actionnaire (Lordon, 2000b ; Aglietta, Rebérioux, 2004). Entravant la liberté de gestion des dirigeants, ce modèle limite également l'expression des autres parties prenantes à l'entreprise. Côté rapport salarial, la baisse du pouvoir des salariés et en particulier du pouvoir syndical, qui caractérise le déclin du fordisme, est renforcée par le pouvoir des ces actionnaires financiers. En particulier, les relations salariales sont occultées par la représentation normative véhiculée par ces investisseurs (Montagne, 2001). Dans ces conditions, il reviendrait alors aux salariés soit de se ressaisir du pouvoir actionnarial que leur confère leur épargne financière, soit, selon la thèse opposée, de combattre radicalement tout pouvoir actionnarial.

---

<sup>1</sup> CNRS- IRISES UMR 7170, Université de Paris-Dauphine, Place du maréchal de Lattre de Tassigny, 75775 Paris cedex 16 [sabine.montagne@dauphine.fr](mailto:sabine.montagne@dauphine.fr)

<sup>2</sup> Au sens où une partie de la rémunération salariale est indexée au marché financier (actionnariat salarié, stock options, fonds de pension). Il s'établit à partir des années 1980-1990, d'abord aux Etats-Unis et sous certaines formes en France, au travers essentiellement d'un accroissement de la rémunération variable des salariés, indexée sur les performances économiques et boursières de l'entreprise (primes, épargne salariale), d'un accroissement de l'épargne financière des ménages, de la substitution d'une épargne retraite au lieu des contributions au système de retraite public par répartition

Le thème de l'articulation entre rapport salarial et finance, dans l'analyse régulationniste, ne surgit cependant pas de l'actualité des années postérieures à la déréglementation financière. L'importance de l'épargne salariée est identifiée par l'analyse régulationniste dès son origine. Dès 1976, M. Aglietta propose une lecture critique de cette épargne placée dans les fonds de pension en insistant sur la mise à distance des salariés, voire leur spoliation, que produit l'organisation de la gestion financière américaine<sup>3</sup>. L'auteur impute la cause de cette spoliation à la médiation des gérants<sup>4</sup>.

Le dispositif fonds de pension ainsi décrit institue une séparation entre la finalité de l'épargne, que pourrait souhaiter lui assigner le salarié, et les modalités effectives de la gestion de cette épargne. Et ceci justement parce qu'il s'agit d'une épargne salariée, située dans le rapport salarial. La perspective est ici symétrique de celle de l'analyse marxienne du travail salarié : « le salarié se définit non pas par l'identité [...] entre le produit de son travail et ses ressources, mais précisément par *l'absence* de relation entre ces deux variables. (Friot, 1993 p375 cité par Théret 1996, p453). Le rapport salarial financiarisé serait alors le prolongement du rapport salarial marxien : *la mise à distance* des salariés par rapport au pouvoir conféré par leur épargne.

Ce premier diagnostic est réévalué, dans les années 1990, au profit d'un scénario utopiste : celui d'une régulation « patrimoniale » dans laquelle le pouvoir du marché financier devrait être conservé mais mis sous contrôle du rapport salarial (Aglietta, Rebérioux, 2004). La question est alors de savoir si un changement institutionnel (et lequel) serait capable de réduire cette mise à distance fondamentale des salariés.

## **2. Une méthodologie « institutionnaliste » : l'histoire juridique et le changement institutionnel**

La présente contribution souhaite nourrir cette interrogation en étudiant la dimension juridique de cette articulation entre rapport salarial et finance. Il s'agit de préciser en quoi les règles juridiques qui régissent les fonds de pension ont construit au cours du temps et établi encore aujourd'hui cette position structurale des salariés. Prenant la mesure d'un tel enracinement juridique, il s'agit d'évaluer combien ce substrat institutionnel conditionne les possibilités de transformation des rapports entre salariat et finance.

<sup>3</sup> Aglietta écrit ([1976], 1999, p214) : « Par la capitalisation de son épargne contractuelle, la classe ouvrière a fait massivement crédit à long terme à la classe capitaliste. [...] Elle a été non seulement dépouillée en grande partie de la valeur réelle de son avoir par l'inflation mais bien souvent de la valeur nominale elle-même puisque les fonds de pension n'offrent pas les garanties accordées à tout créancier. On ne saurait trouver de manifestation plus éclatante du fait que le rapport salarial n'est pas un rapport d'échange, y compris sous l'aspect du contrat salarial ».

<sup>4</sup> « Provenant du salaire, ils [les fonds de pension pour retraite] sont la propriété de la classe capitaliste par la *médiation* des gérants des comptes de trusts [trustees] » ([1976], 1999, p265, je souligne).

Empruntant à l'*Old Institutionalism* (Commons, 1924, 1935), la vision du droit qui est ici retenue est celle d'une « matrice institutionnelle » des comportements économiques : le droit canalise les actions économiques par les règles qui sont valides à un moment donné ; il canalise également les transformations économiques en gestation. Conformément à la conception de Commons, les relations entre droit et économie sont ainsi saisies de manière génératrice et historique : les comportements économiques « sont façonnés et normalisés par une longue lignée de décisions judiciaires, qui, au cours du temps, organisent la sélection « artificielle » des pratiques valides. » (Kirat, 2001, p15). A ce titre, le droit est en mesure de fournir des éléments permettant de caractériser la nature des relations socio-économiques en cause, éventuellement de renseigner sur leurs possibilités de transformation.

On voudrait ainsi décrire l'agencement actuel entre finance et salariat à partir de ses caractéristiques juridiques. A la suite du diagnostic régulationniste initial, qui conclut à une inféodation des salariés aux intermédiaires financiers, on voudrait plus particulièrement questionner le caractère « libéral » ou « néolibéral » de la propriété dans les dispositifs d'épargne salariée. En effet, le dispositif juridique propre aux fonds de pension, le trust, présente des caractéristiques qui incitent à mettre en doute une telle caractérisation. D'une part, le trust ne repose pas principalement sur le contrat, au sens (économique) où celui-ci est conçu comme accord juridique entre des individus dotés d'un libre arbitre. D'autre part, il ne poursuit pas principalement l'objectif de libre circulation des biens.

Le trust est en effet constitué par un ensemble de règles juridiques anciennes dont l'origine continue à imprégner les règles contemporaines : la finalité initiale du trust est de gérer pour le compte d'autrui quand ce dernier est un incapable juridique. En conséquence, l'impératif du trust sera plutôt de protéger le bénéficiaire contre lui-même et d'organiser une gestion des biens qui en limite la circulation. Une telle origine est à l'opposé de l'hypothèse anthropologique faite par le modèle de l'échange boursier : les bénéficiaires d'un trust sont mis sous tutelle au lieu de disposer du libre arbitre propre aux agents économiques<sup>5</sup>. Une telle origine est également à l'opposé de l'idéal de circulation marchande communément attribué par la science économique au secteur financier : les règles de circulation du trust sont antagoniques à la libre circulation des actifs financiers.

---

<sup>5</sup> Les hypothèses faites par l'échange Walrasien au sujet des dotations des agents ne sont pas ici considérées comme excessives au nom d'un réalisme sociologique qui souhaiterait, par exemple, opposer l'existence de rapports de subordination à l'hypothèse de libre arbitre. Ce n'est pas l'empirie qui vient ici contredire l'hypothèse walrassienne. C'est l'hypothèse anthropologique que le droit effectue pour faire fonctionner les règles du trust. Il s'agit bien d'une hypothèse de même niveau analytique que celui de l'hypothèse walrassienne.

Revenir au fondement juridique du trust va donc permettre de questionner la nature libérale de l’agencement actuel entre finance et salariat en l’inscrivant dans une généalogie économique et juridique expressément non libérale.

Cet apparent paradoxe est exploré en développant une histoire de la transformation du trust. Le résultat consiste en trois propositions. Premièrement, l’utilisation du trust dans le rapport salarial, sous la forme des fonds de pension, maintient les salariés bénéficiaires dans une position structurellement passive, tant à l’égard de l’employeur qu’à l’égard des intermédiaires financiers. Deuxièmement, cette passivité est mobilisée par les intermédiaires financiers pour capter la liquidité sur les marchés financiers, au moment de l’expansion de la gestion pour compte de tiers, dans les années 1960-1970. Troisièmement, l’utilisation du trust par ces intermédiaires eux-mêmes, en tant que forme juridique des *mutual funds*, leur garantit une relative opacité. Au total, le trust est l’instrument juridique qui permet de s’organiser entre soi pour gérer les biens d’autrui. Ainsi caractérisé, il vaut comme véritable fondement juridique du nouveau capitalisme patrimonial<sup>6</sup>.

## I. CADRE THÉORIQUE ET MÉTHODE

Pour mener à bien cette analyse, il convient de se doter d’un cadre théorique et d’une méthode qui intègrent le droit.

### 1. Le niveau de la coévolution entre droit et économie : la « logique » des institutions

La prise en compte de l’histoire et des institutions dans l’analyse du changement économique est au fondement de toute démarche institutionnaliste. La TR tire sa spécificité de son hypothèse centrale d’une transformation endogène des formes institutionnelles (Boyer, 2003). Reprenant au niveau mésoéconomique cette conception de la transformation d’un système sous l’effet de son propre mouvement, on considère l’émergence et la structuration de la *pension industry*, au cours du XXe siècle, sous l’effet de ses propres conditions juridiques et de leur transformation. Cette perspective ne nie pas l’effet des autres déterminants, notamment macroéconomiques, mais considère que, compte tenu de ces déterminants, les acteurs de la *pension industry* se réorganisent, au cours des années 1970-80, d’une certaine manière parce que le droit leur fournit les éléments structuraux de base pour repenser leur système de relations et construire concrètement une nouvelle configuration.

Il s’agit donc de comprendre ce pouvoir d’orientation que le droit exerce sur le changement économique et qui réside dans sa capacité à maintenir les transformations dans une certaine

---

<sup>6</sup> Pour reprendre le titre de l’ouvrage de Commons, *The Legal Foundations of Capitalism*

logique, cette « logique des institutions » dont la prise en compte est inscrite de longue date à l'agenda régulationniste (Boyer, 1986).

Notre question empirique se trouve ainsi reformulée. En quoi la « philosophie » du trust a-t-elle encore aujourd’hui un impact significatif sur la nature du pouvoir des salariés dans les fonds de pension ? Ce qu'il nous faut montrer c'est que les règles juridiques du trust qui avaient fait système avec les pratiques des employeurs, dans le régime fordiste, et contribuaient ainsi à une certaine cohérence institutionnelle, continuent d'être actives dans les arrangements contemporains, en dépit des profondes transformations des relations entre employeurs et salariés.

La formulation de la question est double. Elle porte d'une part sur l'influence du droit sur un domaine économique, les relations salariales. Elle situe d'autre part cette influence dans une perspective génétique : comment les principes juridiques du droit des trusts ont contribué, au cours de leur évolution, à donner une certaine forme aux relations entre salariés, employeurs et intermédiaires financiers. Si la première interrogation est banale, le droit constituant l'un des facteurs institutionnels pesant sur l'activité économique, la seconde mérite d'être justifiée.

Cette préoccupation historique a pour enjeu d'identifier une « philosophie » du trust qui permette de donner aux concepts et catégories juridiques, mobilisés aujourd’hui par les juges, une signification suffisamment générale (i.e. qui rend compte de la variété des situations) et suffisamment précise (i.e. capable d'orienter effectivement l'action économique). Or, s'en tenir aux catégories contemporaines mentionnées dans les textes de loi et la jurisprudence s'avère vite insuffisant pour comprendre leur portée sur les comportements, tant ces catégories empruntent leur sens à une lourde histoire jurisprudentielle. Il faut donc remonter à l'histoire de ces catégories.

Ce programme de recherche, qui s'attache à définir une philosophie du trust, doit entreprendre la mise en évidence des principes fondamentaux du trust en reconstruisant logiquement un « noyau dur » du droit des trusts. Il faut ainsi repérer les éléments communs aux différents usages<sup>7</sup>, les éléments saillants qui canalisent l'action économique ; il faut distinguer les principes qui comptent et qui perdurent, éventuellement en se transformant.

---

<sup>7</sup> Le droit des trusts se construit à partir d'usages très différenciés. Diverses finalités ou usages ont été attribués au trust au cours du temps. Il a été ainsi utilisé pour organiser la transmission du fief médiéval lorsque le chevalier part aux croisades, pour permettre aux franciscains de jouir des nombreux dons matériels qui leur étaient faits sans contrevenir aux voeux de pauvreté propres à leur ordre, pour échapper à certaines taxes médiévales, pour organiser les legs des familles aristocratiques anglaises puis des dynasties industrielles américaines, pour organiser la structure de holding des conglomérats américains de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, pour donner une grande souplesse aux *mutual funds*.

Aussi, plutôt que d'une histoire, il s'agit de faire une archéologie du trust, de mettre à jour les classifications qu'il suppose, les concepts qu'il mobilise, le type de règle de droit sur lequel il est fondé. Il importe de comprendre en quoi le trust est un cadre qui, certes, permet des changements de règles mais à l'intérieur de principes directeurs relativement stables. Il s'agit donc de remonter aux principes élémentaires du trust, d'entrer dans la langue des trusts.

## 2. Le niveau de la structure : la méthode structurale

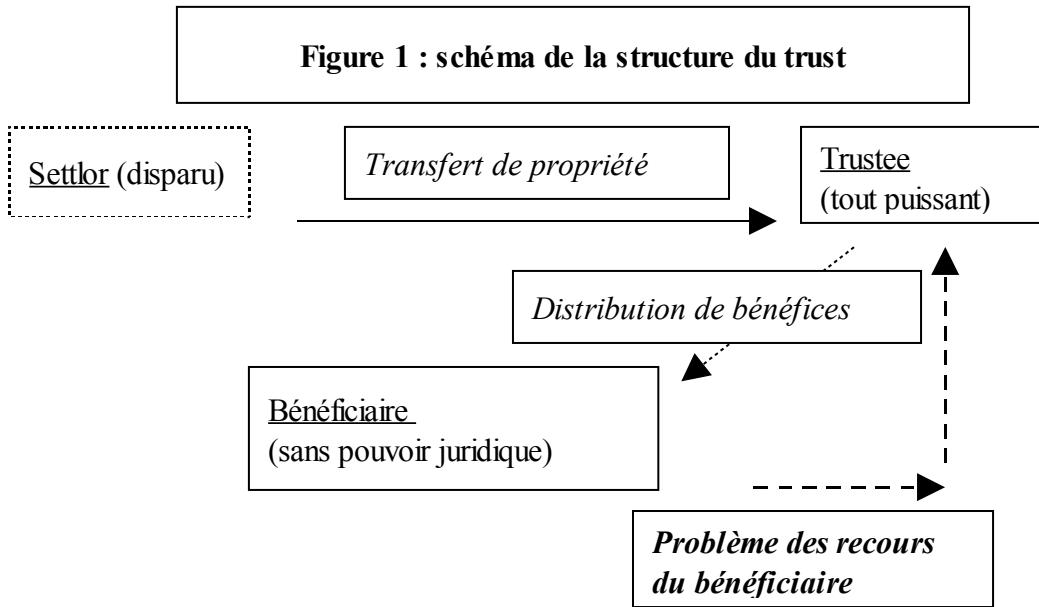
Cette perspective structurale consiste à construire un « modèle » non au sens des économistes standard mais au sens structuraliste de « schéma général de relations ». Le trust est considéré comme une « structure » d'action. Pour cela, il est saisi dans sa généralité abstraite, à partir des principales règles juridiques qui le constituent et des « modèles » d'action<sup>8</sup> qui en dérivent sous la forme des standards juridiques, tels que la doctrine juridique les a mis en évidence. La « structure » du trust est alors schématisée à partir de cet ensemble de règles juridiques, qui confèrent ou restreignent les pouvoirs des protagonistes concernés et définissent ainsi leurs capacités d'action économique<sup>9</sup>.

La méthode consiste d'abord à identifier les règles dans leur grande généralité afin de construire les principales relations entre les protagonistes : un légataire-bénéficiaire (sans pouvoir) face à un gérant-trustee (tout puissant) auquel le settlor (disparu) avait délégué la gestion de son patrimoine (pour le compte de son légataire). Cette structure du trust peut être représentée par la figure 1.

---

<sup>8</sup> Au sens donné par A. Jeammaud (1990) : la règle de droit est considérée comme « une espèce de modèle : c'est de sa vocation à servir de référence afin de déterminer *comment les choses doivent être* qu'un énoncé tire sa signification normative [...] » (p200).

<sup>9</sup> Cette conception d'un droit qui confère des capacités s'inscrit dans la vision de Commons.



Ce schéma ternaire très simplifié est ensuite enrichi par les multiples usages historiques du trust. Ainsi, par exemple, les pouvoirs du trustee sont dépendants des règles de gestion des actifs du trust qui, elles-mêmes, évoluent en fonction de la nature des biens mis en trust : selon que le patrimoine est composé de la terre ancestrale qui doit rester au sein de riches familles aristocrates anglaises ou bien qu'il est constitué de portefeuilles d'actifs financiers liquides, détenus par les dynasties industrielles américaines. Le trustee sera évalué sur sa capacité à assurer la pérennité du patrimoine dans le premier cas et la valorisation monétaire dans le second cas. Ses pouvoirs de gestion (cession, distribution, réinvestissement) seront différents. Cet enrichissement du schéma ternaire de base est obtenu de manière inductive, à partir des usages historiques du trust. On peut alors distinguer des fonctionnements différenciés du trust qui forment autant de « configurations »<sup>10</sup>.

Ces configurations représentent un niveau intermédiaire d'abstraction, situé entre la généralité abstraite de la structure du trust et les histoires rapportées au sujet des usages multiples du trust. Cette notion de niveau intermédiaire d'abstraction est reprise de Théret (1997) qui propose d'appliquer la méthode structurale à la comparaison des systèmes de protection sociale en procédant en trois temps : « construire la structure commune à l'ensemble de ces systèmes (ce qu'on appelle la molécule de protection sociale) ; en déduire logiquement, à un niveau intermédiaire d'abstraction, divers modèles [configurations] ; tester le caractère idéal-

<sup>10</sup> Les principales configurations sont exposées dans Montagne (2003) et résumées dans Montagne (2005).

typique de ces modèles [configurations] en les mettant en relation avec les généralisations des recherches inductives » (p203).

Il s'agit de pratiquer dialectiquement un déductivisme à partir de la structure (qui constitue une grille de lecture du matériel empirique) et un « inductivisme » (qui nourrit la structure à partir des histoires) en passant par le niveau intermédiaire de la configuration. Le repérage de cette structure s'opère par un aller-retour entre l'empirique et le théorique, en articulant les trois niveaux d'analyse : le niveau de la structure, celui des configurations et celui des relations sociales<sup>11</sup>. Les relations sociales sont « *la matière première employée pour la construction des modèles [configurations] qui rendent manifeste la structure sociale elle-même* » (Levi-Strauss, 1958, cité par Théret, 1997, p198).

Dans le cas des fonds de pension, la structure du trust est construite à partir du principe général de tutelle du trustee sur le bénéficiaire, considéré comme un invariant. Puis, l'analyse historique des usages du trust vient enrichir ce fonctionnement de la structure du trust, en intégrant l'évolution des différents paramètres qui définissent les configurations : évolution du type de recours du bénéficiaire, des incitations du trustee, des modalités de gestion du patrimoine. Enfin, l'étude de la jurisprudence récente des fonds de pension permet de préciser l'inscription de ce rapport de tutelle dans la relation salariale<sup>12</sup>.

### **3. Le niveau des règles juridiques : l'analyse de la jurisprudence**

La totalité que forme la structure du trust est construite à partir des règles juridiques qui, « actualisent » (au sens de « déterminent socialement et situent historiquement », cf. Lordon, 2003, p142) cette forme abstraite. Ces règles juridiques se présentent sous la forme de définitions, proposées dans les textes législatifs, les recueils juridiques, la jurisprudence : définition de la responsabilité qui s'impose au trustee, de ses devoirs à l'égard du bénéficiaire (devoir de loyauté et de soin), des modalités de gestion des biens mis en trust (cession, aliénation des biens). Un certain nombre de concepts encadrent ainsi l'action des protagonistes d'un trust.

Pour saisir la portée des règles juridiques sur les relations économiques, l'économie standard traite les règles juridiques en tant qu'énoncés, tels qu'ils sont rapportés par les différentes sources juridiques et analysés par la doctrine juridique. L'approche régulationniste nécessite,

---

<sup>11</sup> Théret mobilise cette méthode pour construire la « molécule » de protection sociale sur le modèle de la molécule de parenté structuraliste (1996).

<sup>12</sup> Ce travail est fondé sur la jurisprudence de la loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act) depuis le début des années 1980 jusqu'en 2000, à partir des arrêts des cours d'appel fédérales et de la Cour suprême. Sur une centaine de cas recensés, vingt-sept arrêts ont été extraits, car ils résument les points essentiels en cause dans les litiges. Ils ont été intégralement analysés.

par contraste, de les apprêhender de manière réaliste ou sociologique, dans leur application réelle. Une telle posture face à la règle de droit fait actuellement l'objet d'un champ de recherches interdisciplinaire<sup>13</sup>. Dans un article synthétique, A. Jeammaud résume ainsi : « Réaliste, cette conception prétend aussi l'être *en soulignant que ces règles se trouvent dans la dépendance d'actions*. Les conséquences concrètes de la positivité de ces règles, c'est-à-dire le fait qu'elle se trouvent « en vigueur », vont dépendre de leur *mobilisation par des acteurs* en fonction de leurs intérêts, croyances ou positions institutionnelles » (2000, p226). Suivant cette voie, notre entrée dans l'univers du trust se fait à partir du point de vue économique des protagonistes : comment fonctionne économiquement le dispositif à un moment donné, qu'est ce que les protagonistes sont venus chercher dans le trust pour satisfaire leur projet, qu'est ce qu'ils y ont trouvé finalement, après usage et adaptation. Il s'agit d'appréhender les règles du droit des trusts à partir de leur utilisation par un projet économique. Cet accent porté à l'intérêt économique des protagonistes conduit à construire le schéma de relations au sein du trust en faisant dialoguer les motivations (économiques) et les moyens (juridiques).

Cette prise en compte de la règle de droit en tant qu'elle constitue « le sens visé par les individus dans certaines de leurs activités intentionnelles » (Serverin, 2000, p45) doit parcourir tout le spectre d'action du droit : de l'amont que constitue l'orientation de l'action économique en fonction des anticipations des effets des règles de droit<sup>14</sup> jusqu'à l'aval que constitue la sanction de l'action économique suite à un litige et son traitement devant les tribunaux. C'est en effet considérer que les droits dont disposent les acteurs sont « toujours à construire, dans leur principe comme dans leur valeur, dans le cadre du procès » (Serverin, 2000, p21). A ce niveau « aval », le travail d'interprétation jurisprudentiel est lui aussi soumis au jeu des intérêts en présence. En particulier, le travail de transformation des catégories juridiques est un travail d'élaboration cognitive mais aussi un travail de négociation des parties : « Le travail de construction des catégories s'effectue au sein de ce véritable laboratoire d'essai que constitue la jurisprudence des cours suprêmes [...]. Au fil des arrêts, les différentes catégories juridiques sont « testées » avant que soit trouvée « la bonne forme » qui constituera un compromis acceptable pour toutes les parties » (Serverin, 2004).

---

<sup>13</sup> Aux Etats Unis, la démarche de Commons trouve une descendance du côté de la sociologie économique telle que N. Fligstein la définit (Fligstein, 1990, 2001). En France, les travaux de sociologie du droit de A. Jeammaud et E. Severin ont engendré un courant de recherche centré sur l'expérience du droit et qui vise à développer une « théorie des relations règles-action fondée sur une vision du fonctionnement social du droit » (Kirat, Serverin, 2000, p19).

<sup>14</sup> C'est là le domaine privilégié des *lawyers* qui conseillent les employeurs, trustees, syndicats, gestionnaires sur les manières de structurer leurs relations, en fonction de la législation et de la jurisprudence.

Cette conception réaliste de la règle de droit place au centre la question de son interprétation mais sans adhérer au « tournant herméneutique » dans un sens cognitiviste, comme le souligne Jeammaud<sup>15</sup> : la « fixation du sens et de la portée d'un texte [...] paraît œuvre de volonté plus que d'intelligence ».

En conclusion, la tradition institutionnaliste invite à prendre en compte le droit à trois niveaux : en tant que cadre canalisant les métamorphoses du capitalisme selon une certaine « logique des institutions » ; en tant que structure d'action « encapsulant » les comportements à l'intérieur de principes généraux, définis abstrairement selon une méthode structurale ; en tant que réseau de règles dont le sens, défini empiriquement, contribue à créer un « régime d'action ».

## **II. DE LA PASSIVITÉ STRUCTURELLE À L'AUTONOMIE SOUS INFLUENCE : UN STATUT SALARIAL SOUS TUTELLE**

La perspective historique et généalogique adoptée ici pour traiter l'influence du trust consiste à suivre son évolution, depuis son utilisation dans la sphère patrimoniale de la famille jusqu'à son réemploi par la sphère économique, à la fin du XIXe siècle, dans les fonds de pension. Ce réemploi puise directement aux caractéristiques ancestrales du trust : gérer la propriété d'un autrui mis sous tutelle. La passivité des salariés dans les dispositifs d'épargne salariale est donc une conséquence directe de l'utilisation du trust comme structure juridique de ces dispositifs (section 1).

Cette passivité ne résulte cependant pas seulement de la technique juridique qui aurait été transmise en tant qu'outil neutre et disponible, sans intention politique des protagonistes. Elle est délibérément reconduite par les employeurs car elle correspond à leur vision politique et morale du rôle des salariés, pendant la phase d'expansion des fonds de pension, après la Seconde Guerre mondiale (section 2).

Avec le renouvellement des règles juridiques apporté par la législation fédérale post-fordiste de 1974, la question d'un tournant libéral des fonds de pension est cependant posée. Cette loi tente de transformer le salarié en un investisseur autonome et averti, désencastré de sa tutelle à l'employeur. Cette transformation de la figure du bénéficiaire est opérée en redéfinissant l'intérêt de ce dernier de manière exclusivement financière (section 3).

Mais elle ouvre en fait la voie à l'apparition des fonds de pension à cotisations définies dans lesquels l'employeur ne garantit plus les prestations de retraite. Le salarié se retrouve alors dans une situation hybride dans laquelle il reste soumis à des restrictions héritées du trust

---

<sup>15</sup> Et en suivant également le positionnement de Lordon (1999) quant à la prise en compte du fait herméneutique par le structuralisme de la TR.

mais, simultanément, s'expose au risque financier, selon une conception libérale de l'investisseur. Cette oscillation entre deux postures, tutélaire et libérale, constitue la véritable teneur de la situation du salarié épargnant dans le capitalisme patrimonial (section 4).

### **1. Un préalable : la passivité structurelle du bénéficiaire dans le trust**

Si les fonds de pension parviennent à maintenir les salariés dans une situation de propriété passive, au terme d'une histoire qui s'étend sur plus d'un siècle<sup>16</sup>, c'est d'abord grâce au trust. Le trust est l'instrument juridique anglo-américain de gestion sous tutelle : l'initiateur du trust lègue son patrimoine à un bénéficiaire, mineur juridique, et confère à un tiers, le trustee, la charge de gestion. Lors de sa création, le trust scinde la propriété sur le patrimoine en deux parties dont l'une, *ownership*, revient au trustee, et l'autre, *property*, revient au bénéficiaire. *L'ownership* permet la libre administration des biens tandis que la *property* donne accès aux bénéfices issus de la gestion du patrimoine. La particularité de cette forme de propriété par rapport à la forme comparable du droit français, le mandat, est qu'il s'agit véritablement d'une scission de la propriété. Le trustee reçoit un titre de propriété reconnu devant les cours de *common law (at law)* et dispose entièrement de cette propriété. Il dispose notamment de la faculté de l'aliéner. Par contraste, le bénéficiaire n'a aucun droit d'orientation sur la gestion du fait de son statut de mineur qu'il faut protéger, y compris contre lui-même. Il reçoit seulement un titre de propriété en équité (*equitable title*) ainsi nommé parce que reconnu traditionnellement exclusivement par les cours *d'equity*. Ce titre en équité ne lui donne pas non plus le pouvoir d'exiger la distribution de bénéfices issus du patrimoine du trust. Il doit s'en remettre intégralement au trustee.

Face à une telle asymétrie de pouvoir, en particulier au risque d'arbitraire du trustee, voire de captation du patrimoine, le droit anglais a développé un corpus de règles, des procédures judiciaires et des juridictions spéciales, qui forment une justice distincte de la *common law* : *l'equity*. Si les différences entre les deux systèmes juridiques se sont estompées au cours du temps, que les juridictions ont fusionné en Angleterre au XIXe siècle et que la séparation juridictionnelle n'a jamais existé aux Etats-Unis, il reste que le corpus du droit des trusts conserve des catégories juridiques spécifiques et qu'il existe encore une manière de juger en *equity* différente de celle de la *common law*.

En conséquence, il n'est pas vain d'insister sur l'origine du trust pour mieux comprendre la nature de la propriété des salariés dans les fonds de pension. L'héritage du trust dynastique anglais a ainsi produit un faisceau de règles de gestion ainsi qu'un ensemble de règles de

---

<sup>16</sup> Les premiers fonds de pension d'entreprise sont créés vers 1875. L'essor quantitatif se produit cependant après la Seconde Guerre Mondiale.

comportement du trustee, qui visent à encadrer ses actes (*duty of loyalty, duty of care, etc.*). Au total, ces règles conforment encore aujourd’hui les relations entre trustee et bénéficiaire.

## **2. L’instrumentalisation par les employeurs : une vision politique et morale**

La passivité actuelle du bénéficiaire d’un trust est donc héritée. Plus précisément, elle est sciemment reconduite. Les premiers employeurs qui créent des fonds de pension, à la fin du XIXe siècle, utilisent le trust parce qu’il est l’instrument générique adapté à la gestion pour compte d’autrui. Il leur permet d’octroyer à une main d’œuvre précieuse un avantage social (la constitution d’une retraite) capable de retenir celle-ci au sein de l’entreprise tout en ne perdant pas la maîtrise de la gestion sur les sommes allouées. Cette autonomie de l’employeur est constitutive des fonds de pension. Même au plus fort du pouvoir syndical, dans les années 1950, la gestion reste l’affaire exclusive de la direction<sup>17</sup>. La passivité structurelle du bénéficiaire, inscrite dans le trust, est donc reconduite dans les fonds de pension.

Mais plus que d’une reconduction opportune, l’occasion (du trust) faisant le larron (l’employeur), il s’agit d’une véritable conception politique de la place du salarié qui se développe à partir de cette histoire du trust. Ainsi, Alexander (1993) estime que le droit fiduciaire, en structurant les pouvoirs au sein des fonds de pension, a assigné un statut passif au bénéficiaire au nom d’une vision politique et sociale de la propriété du capital. Cette vision dénie aux bénéficiaires les capacités morales et politiques associées historiquement aux deux grands modèles de propriété, libérale et socialiste. D’une part, ce mode de propriété passive et paternaliste diminue le degré de responsabilité personnelle que la propriété libérale classique requiert de tout propriétaire individuel. D’autre part, malgré son caractère collectif, le système de retraite d’entreprise ne contient aucun trait qui puisse permettre une participation démocratique du groupe, contrairement au socialisme classique.

Cette vision s’est imposée non seulement dans les fonds à prestations définies, dans lesquels l’employeur garantit la prestation finale, mais également dans les fonds à cotisations définies, pourtant considérés comme des véhicules d’épargne financière.

La relation actuelle entre les propriétaires-bénéficiaires et les gestionnaires financiers qui proposent de gérer cette épargne n’est donc pas structurée en tant que réponse à un problème d’efficience que les nouvelles formes d’intermédiation financière auraient soulevé, à savoir la nécessité pour les bénéficiaires de recourir à des professionnels compte tenu de la complexité du marché financier. Il ne s’agit pas d’une relation d’agence dans laquelle le principal se

---

<sup>17</sup> Hormis les fonds de pension syndicaux, multiemployeurs, dans lesquels les syndicats sont à parité avec les employeurs, au conseil d’administration du fonds de pension et ont, de fait, la maîtrise de la gestion. Mais ils représentent seulement 5% des fonds existants.

dépossède souverainement au profit de l'agent. C'est exactement l'inverse. La relation est avant tout fondée sur l'incapacité du bénéficiaire et sur le pouvoir de l'administrateur, c'est-à-dire sur une faiblesse *ex ante* du « principal ». La vision propre au droit fiduciaire accorde aux propriétaires des fonds de pension le rôle d'investisseurs passifs plutôt que de propriétaires responsables et s'autogouvernant. En conséquence, ce droit construit une structure de gouvernance des retraites privées explicitement conçue pour inhiber la participation des propriétaires en *equity*.

La passivité des propriétaires dans les fonds de pension n'est donc pas un accident de parcours. Il y a en quelque sorte une intentionnalité de la structure du trust à priver les bénéficiaires du libre arbitre propre au propriétaire libéral.

### **3. Le tournant libéral de 1974 : la règle de l'intérêt exclusif**

Pourtant, la nouvelle législation fédérale promulguée en 1974, ERISA, semble vouloir rompre avec ce schéma de la propriété passive en créant une nouvelle figure du bénéficiaire. La loi ERISA tente de désencastrer le bénéficiaire de ses relations à l'employeur et de lui donner un statut d'investisseur financier. Une nouvelle définition juridique de l'intérêt du bénéficiaire apparaît, exclusivement financière : la règle dite de l'intérêt exclusif (*exclusive benefit rule*). Les considérations qui président à la prise de décision d'investissement ne doivent relever que du seul objectif de rendement de portefeuille, à l'exclusion des autres objectifs possibles pour le salarié.

Cette règle vise à protéger le salarié contre l'utilisation des fonds aux fins « partisanes » des employeurs ou des syndicats. Ainsi, il n'est plus possible, après la loi ERISA, d'utiliser les fonds comme moyens de lutte contre les OPA, comme vecteur du développement local ou syndical. Il n'est donc plus possible d'argumenter une décision d'investissement au nom du maintien de l'emploi (qui résulterait de l'échec de l'OPA hostile), du développement du travailleur collectif (attendu du développement syndical), du développement du citoyen (attendu d'investissements de type social). Il existe un unique critère de décision d'investissement : maximiser le rendement du portefeuille financier à risque déterminé, avec les instruments disponibles sur le marché financier.

Et pourtant le bénéficiaire est loin de disposer de la liquidité d'un investisseur financier. Certes, le bénéficiaire d'un fonds de pension 401k, forme la plus marchande parmi les dispositifs d'épargne salariée, a théoriquement le pouvoir d'orienter ses placements : il lui est permis de choisir un profil de fonds d'investissement et de changer ses positions sur titres en transmettant des ordres au gestionnaire financier du fonds.

Mais, concrètement, l'employeur dispose du pouvoir de sélection du gestionnaire qui va lui-même proposer des formules standard d'investissement et donc « encadrer » les désirs d'investissement du salarié. Ce pouvoir normatif des gestionnaires financiers qui émane de leur position de professionnels spécialisés seuls capables de définir les « bons » investissements<sup>18</sup> est par ailleurs justifié légalement puisque la réglementation fédérale entérine cette localisation de la norme d'investissement dans le marché financier<sup>19</sup>

L'employeur dispose également du pouvoir d'administration du trust. Ce qui signifie par exemple la capacité de bloquer les mouvements de titres de tous les comptes des employés, pendant une période relativement longue à l'échelle de la volatilité du marché financier<sup>20</sup>. Cette pratique des comptes bloqués n'est pas répréhensible en soi, au regard des réglementations. Mais elle réduit considérablement la liquidité réelle des actifs, du point de vue du bénéficiaire.

Finalement, le bénéficiaire d'un fonds de pension n'a pas les capacités d'un investisseur actionnaire. Le trust fonds de pension constitue un écran entre les droits et pouvoirs détenus par le bénéficiaire et les droits et pouvoirs de l'actionnaire, normalement afférents aux titres financiers détenus en portefeuille.

#### **4. Le bilan : un régime hybride**

Cette distance des salariés à leur propriété financière est d'autant plus problématique que les nouveaux fonds, à cotisations définies, qui apparaissent dans les années 1980 et remplacent progressivement les anciens fonds à prestations définies, ne garantissent plus les prestations de retraite et exposent directement les salariés au risque des marchés financiers. Les salariés se retrouvent alors dans une situation hybride, ni propriétaire libéral, ni protégé par « l'entreprise providence »<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Position acquise au cours des années 1960-1970. Sur la constitution de la « communauté financière », voir Clowes (2000).

<sup>19</sup> Un bulletin interprétatif du *Department of Labor* précise, en 1994, que tout investissement alternatif à celui du marché est possible à condition qu'il rapporte le même rendement qu'un investissement de même risque disponible au même moment dans le marché financier.

<sup>20</sup> L'employeur décide par exemple de changer l'administrateur du trust ce qui lui permet d'interdire tout mouvement de titres pendant la durée du transfert vers le nouvel administrateur. Cette technique a été très souvent utilisée par l'employeur pour empêcher les salariés de vendre leurs titres détenus dans le fonds de pension, à des moments critiques de la vie boursière de l'entreprise. L'employeur s'assure ainsi qu'une partie du flottant, i.e. la part du capital détenue par les investisseurs financiers, est bloquée et ne participe pas aux mouvements de baisse du cours du titre. Véritable « soutien de cours » gratuit, cette technique a pu permettre aux employeurs de limiter, pendant un temps, la visibilité sur la dégradation boursière mais au prix de la ruine des salariés. L'affaire Enron constitue l'exemple récent le plus spectaculaire.

<sup>21</sup> Pour reprendre le titre *American Welfare Capitalism* de S. Brandes (1976) cité par L. apRoberts (2000).

La transformation du bénéficiaire opérée par ERISA n'est en effet pas complète puisque celui-ci ne bascule pas vers un régime proprement libéral de la propriété. Le bénéficiaire du fonds reste une personne digne de protection, en tant que bénéficiaire d'un trust, ce qui justifie qu'il reste soumis aux limitations héritées du trust. Mais il est aussi devenu une personne entièrement responsable et informée, en tant qu'investisseur autonome, protégé par la réglementation financière. En jouant simultanément sur les registres tutélaire (du trust) et libéral (de la réglementation financière), le droit opère une transformation juridique de la figure du faible, dans le trust, qui contribue à faire accepter aux salariés l'accroissement des risques qu'ils prennent désormais avec les nouveaux fonds de pension 401K : les principes de divulgation émis par la réglementation financière ayant été respectés, le salarié informé est entièrement responsable de ce qu'il advient de son épargne en bourse. La responsabilité des échecs n'est plus imputable au trustee traditionnel, qui aurait effectué de mauvais choix de gestion.

On aboutit ainsi à une situation hybride dans laquelle la situation économique comme la situation juridique du salarié relève de deux régimes. Le salarié est certes autonome sur certaines décisions d'investissement mais il n'a ni la maîtrise de la liquidité financière qui serait appropriée à ce type de décisions, dans un régime purement libéral de la propriété, ni accès à d'autres types de décisions d'investissement comme l'exigerait pourtant le statut de propriétaire informé.

Le statut salarial dans les fonds de pension est ainsi passé d'une passivité structurelle, propre au dispositif traditionnel du trust, à une « autonomie sous influence » induite d'une part, par le maintien du pouvoir de l'employeur dans les fonds de pension, et, d'autre part, par le pouvoir normatif progressivement acquis par les intermédiaires financiers.

### **III. DE LA DÉLÉGATION À LA CAPTATION : L'EXPANSION DE LA FINANCE**

Du côté de la finance, les règles du trust jouent également un rôle structurant. D'une part, ces règles informent les intermédiaires financiers sur la manière dont ils doivent gérer les placements financiers des biens mis en trust lorsque l'investissement de ceux-ci leur est délégué. D'autre part, ces règles s'appliquent directement à la gouvernance de ces intermédiaires lorsque ceux-ci ont choisi de s'organiser eux-mêmes sous la forme du trust. Les concepts du trust irriguent donc largement les pratiques de la gestion financière pour compte de tiers.

Or, l'origine tutélaire du trust semble *a priori* mal pouvoir être conciliée avec les exigences libérales attribuées au marché financier. Deux caractéristiques, héritées des pratiques

traditionnelles du trust, conduisent à un fonctionnement particulièrement peu libéral. Il s'agit d'une part de la gouvernance des institutions de gestion et d'autre part de la conception de la circulation des actifs sur le marché. En matière de gouvernance, à l'opposé de la transparence qu'ils exigent des entreprises, les intermédiaires financiers recourent à une gouvernance particulièrement opaque (section 1). En matière de circulation, les règles traditionnelles de circulation des biens mis en trust sont complètement antagoniques à l'objectif de liquidité des actifs sur le marché financier (section 2).

Certes, ces règles traditionnelles ont été amendées voire supprimées. Mais, ce faisant, elles ont donné aux règles juridiques actuelles un certain « esprit » imputable à l'enjeu tutélaire du trust. Ainsi, la circulation des choses s'est « libéralisée » à partir de 1974 mais au prix d'un contrôle renouvelé sur les personnes qui font circuler les choses (section 3).

Cette transformation juridique et économique a été présentée par les réformateurs comme une rationalisation de la *pension industry* : l'accroissement considérable de la délégation à des professionnels devait permettre de faire échapper les salariés à l'emprise de l'employeur. Mais, au final, cette délégation n'a fait que déplacer la captation de l'épargne salariée vers les financiers (section 4).

## **1. L'instrumentalisation par les financiers : une gouvernance opaque**

L'utilisation du trust par les gestionnaires financiers eux-mêmes est a priori surprenante. Les *mutual funds* sont en effet souvent organisés en trust plutôt qu'en *corporation*. Par ailleurs, les opérations financières elles-mêmes, telles que la titrisation de créances ou le cantonnement (*defeasance*) ont recours à des trusts pour organiser la centralisation des capitaux ou le transfert des bilans comptables. Ces trusts de produits financiers sont souvent utilisés pour contourner des réglementations financières jugées trop contraignantes.

Quelles sont donc les principales motivations des différents acteurs financiers dans leur choix du trust plutôt que d'une autre forme juridique ? Le trust permet l'exercice d'un pouvoir pour le compte d'autrui. C'est ainsi que sont conçues les relations au sein des fonds de pension, des *mutual funds* et les relations entre actionnaires et dirigeants. Mais ce qui caractérise cette délégation de pouvoir c'est qu'elle apparaît bien peu négociée par les parties : elle est subie par la partie la plus faible, le propriétaire. Il y a en effet dans le recours au trust, un souhait d'opacité, le désir de contourner une réglementation, de restreindre l'information à certaines parties. Bref, de s'arranger entre soi, avec la propriété d'autrui.

Ceci est particulièrement clair avec les *mutual funds*. L'intérêt que les *mutual funds* ont trouvé dans la forme du trust concerne la façon de traiter la relation aux actionnaires de l'entité : le

trust laisse une grande autonomie de gestion à celui à qui est délégué la fonction d'investissement et lui impose des contraintes d'information allégées par rapport à la *corporation*. Ainsi, il ne pose pas d'exigence en matière d'assemblée d'actionnaires, contrairement aux lois sur les sociétés commerciales promulguées par les Etats (Langbein, 1997). Par ailleurs, les restrictions traditionnelles sur le capital des entités économiques (obligation de déclarer un capital nominal et règles à respecter en cas de variation de celui-ci) n'existent pas dans le trust qui permet ainsi le développement de sociétés à capital variable. Ces caractéristiques expliquent largement le recours que le monde financier fait de cette forme juridique. On constate ainsi que les *mutual funds* utilisent massivement, encore aujourd'hui, cette forme juridique alors même qu'ils pourraient prendre une forme plus directement commerciale<sup>22</sup>.

La légèreté des contraintes imposées à la gouvernance des *mutual funds* contraste avec l'accroissement des contraintes que ces mêmes *mutual funds* font peser sur la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils sont actionnaires. Ainsi, l'attention du public et des autorités réglementaires a-t-elle été attirée par ces pourfendeurs de l'opacité managériale, au moment où ceux-ci livraient la bataille du *corporate governance*, dans les années 1990. Exigeant toujours plus de transparence de la part des dirigeants d'entreprise, ces *mutual funds* sont loin d'appliquer à eux-mêmes les préceptes qu'ils défendent pour les dirigeants d'entreprise *corporate*. Aussi des amendements à l'*Investment Company Act* sont-ils adoptés en 1999 puis 2001, qui visent à leur appliquer les mêmes règles de gouvernance : indépendance d'une fraction des administrateurs et divulgation des informations de gestion dans le rapport annuel. Mais ces mesures s'avèrent insuffisantes puisqu'une série de graves dysfonctionnements est mise en évidence par la *Security Exchange Commission*, à partir de 2003, et appelle une nouvelle série de réformes en cours.

## **2. Les objections du trust à la liquidité financière**

Plus surprenante encore est l'utilisation massive du trust par le marché financier si l'on considère la conception de la liquidité développée par le droit des trusts. Les règles du trust sont explicitement élaborées pour éviter une aliénation excessive des biens du trust, en freiner la circulation, en limiter l'univers d'investissement. Cette restriction de la circulation s'explique par la nécessité historique de protéger le patrimoine du bénéficiaire contre les abus du puissant trustee.

---

<sup>22</sup> Un sondage de ICI (*Investment Company Institute*, l'association professionnelle des sociétés d'investissement) de 1996, rassemblant la moitié des *mutual funds* américains, conclut que plus de la moitié étaient organisée en trust plutôt que sous la forme de la *corporation*. Cité par Langbein (1997, p171 note 40).

Une telle conception de la circulation des biens est antagonique à celle du marché financier pour lequel la liquidité est la caractéristique première (Orléan, 1999). Elle est également antagonique à la philosophie d'investissement développée à partir des années 1960 sous le vocable de « théorie moderne de portefeuille », qui considère que l'univers entier des produits financiers doit être accessible à l'investisseur. Il existe donc un écart important entre, d'une part, les préceptes fondamentaux du trust et, d'autre part, la caractéristique générique du marché financier (la liquidité) et ses occurrences historiques récentes (les « idéologies » d'investissement dans le secteur de la gestion collective à partir des années 1960). Comment une telle origine a-t-elle pu être amendée au point de servir une finalité et un fonctionnement radicalement différents ? Afin d'en comprendre la transformation et les implications pour l'organisation contemporaine de la finance, il convient d'abord de s'attarder quelque peu sur le fonctionnement des règles traditionnelles de circulation des biens du trust.

La prévention du trust contre la liquidité financière est mise en œuvre par le droit des trusts à deux niveaux : un contrôle sur les personnes et un contrôle sur les biens. Le droit des trusts dispose des règles qui visent à marquer les personnes parties prenantes à l'échange du bien fiduciaire considéré, en leur conférant une responsabilité particulière, la responsabilité fiduciaire. Ce droit organise également un marquage du bien lui-même en obligeant les personnes qui le détiennent à l'inscrire comptablement de manière spécifique.

Le marquage des personnes est opéré grâce à la transmission de la responsabilité fiduciaire du trustee vendeur vers l'acquéreur. Lorsque le trustee vend un actif du trust à un tiers, ce tiers endosse la responsabilité fiduciaire concernant cet actif, dès lors qu'il a connaissance de la nature fiduciaire des actifs en jeu.

Le marquage des biens s'opère grâce à la procédure de *tracing* qui permet de suivre non seulement le changement de propriétaire mais également le changement de nature du bien. Si le bien est transformé au cours de sa circulation, le bénéficiaire peut exiger de recouvrir toutes les formes prises par ce bien. La propriété de ce bien ne disparaît pas avec un changement de nature du bien et donne droit aux produits fournis par la transformation du bien (Bogert, §161, §162)<sup>23</sup>. Toutefois, il n'est pas toujours aisément de remonter la chaîne des transactions de manière à prouver l'ascendance du patrimoine du trust et la charge de la preuve incombe généralement au bénéficiaire.

---

<sup>23</sup> Bogert donne deux exemples qui permettent de comprendre le processus de filiation. Dans un premier cas, l'abattage d'arbres sur pied et leur transformation en bois débité et en meubles confère un droit sur ces produits identique à celui portant sur les arbres originaux. Dans le second cas, l'achat par le trustee, avec l'argent du trust, d'une assurance-vie payable à un membre de sa famille, donne au bénéficiaire du trust le droit d'exiger non seulement le remboursement de la prime payée avec l'argent du trust mais également les prestations versées par l'assurance qui sont devenues propriété du trust.

Pour que le *tracing* puisse se dérouler, il faut que le bien du trust ait été marqué comme tel, à chaque étape de la chaîne des échanges et transformations. Cette procédure s'appelle le *earmarking*. Elle prend des formes diverses au cours du temps, d'abord simple cantonnement des actifs par rapport à ceux possédés personnellement par le trustee puis marquage spécifique dans la comptabilité du trustee. Ainsi, le droit des trusts exige, jusque dans les années 1930, une inscription comptable portant la mention de la nature fiduciaire des actifs. Ce marquage spécifique est destiné à faire savoir publiquement la nature spéciale de ces actifs.

Dans la mesure où de telles règles sont un frein puissant à la circulation marchande des biens détenus dans les trusts parce qu'elles préviennent les autres opérateurs financiers contre des transactions avec des trustees, ces derniers vont tenter de dissimuler l'existence du trust. Progressivement, les trustees obtiennent la régularisation de leurs pratiques ce qui évite aux acheteurs de se préoccuper des pouvoirs de cession effectivement détenus par les trustees. Les trustees opèrent alors « à l'égal » des autres intervenants du marché financier.

### **3. Le tournant libéral de 1974 : une responsabilité fiduciaire diluée**

Si les trustees opèrent « à l'égal » des autres intervenants du marché financier, il reste que la question centrale de la circulation des biens, propre au du trust traditionnel, est encore au travail dans la finance collective contemporaine. Puisque le marquage des biens est supprimé, l'univers des titres accessibles élargi et la fongibilité du patrimoine du trust en actifs financiers devenue complète, comment s'assurer encore de la traçabilité du processus de gestion ? Par le marquage des personnes. Mais celui-ci s'est transformé en une nouvelle définition de la responsabilité fiduciaire portée par les différents intermédiaires financiers. La question de la circulation des biens s'est transformée en une question sur la transmission de la responsabilité du trustee.

En effet, face à ce dilemme de la transmission, la loi fédérale ERISA de 1974 apporte une solution qui se veut libérale. ERISA fragmente la responsabilité fiduciaire *pleine et entière* du trustee en autant de responsabilités fonctionnelles partielles que d'intervenants au processus de gestion des fonds de pension. Le trustee qui assumait jusqu'alors la pleine responsabilité de toutes les opérations effectuées par le trust, peut désormais déléguer les tâches et la responsabilité correspondante. Ce principe de segmentation vise finalement les mêmes effets que l'invention de la responsabilité limitée dans la *corporation* du XIXe siècle : permettre à des intervenants de s'engager dans les affaires économiques à hauteur limitée.

Le problème rencontré par ce *design* institutionnel est qu'à trop vouloir fragmenter et limiter la responsabilité, on la dilue. Et c'est bien la conclusion qui ressort de l'analyse de la jurisprudence des fonds de pension depuis ERISA (Montagne, 2003). La division intense du travail, en cours au sein du secteur à partir de la fin des années 1960 (Bernstein, 1995 ; Clowes, 2000), est encouragée par la loi ERISA qui, de son côté, orchestre la segmentation de la responsabilité juridique des protagonistes au trust. La loi redéfinit substantiellement cette responsabilité en imposant aux intervenants une obligation de moyens, eu égard à la fonction assumée. Elle abandonne, de fait, la référence à une quelconque obligation de résultats qui pèserait sur l'ensemble du processus de gestion. Ces transformations économiques (division du travail) et juridiques (segmentation de la responsabilité) font émerger un régime de justification des protagonistes financiers fondé essentiellement sur l'exhibition des *moyens* mis en œuvre. Au final, plus personne n'est responsable du *résultat*, le rendement des fonds.

Cette situation n'est cependant pas en complète rupture avec la situation antérieure. Les contraintes de marquage des personnes et des biens, propres au trust traditionnel, ont été remplacées par une exigence formelle qui pèse sur tous les protagonistes du fonds de pension, celle de rendre des comptes publiquement. La nouvelle organisation qui en dérive est fondée sur une cascade de contrôles des procédures qui entretient bien une analogie avec le processus de traçabilité du trust traditionnel. On peut en effet considérer que l'exigence de traçabilité a été maintenue et a pris la forme d'un contrôle procédural, c'est-à-dire qui porte exclusivement sur les procédures : puisqu'il n'est plus possible de « marquer » les biens du trust, fongibles avec n'importe quel actif financier, l'exigence de contrôle sur la circulation du bien se reporte sur une exigence sur les comportements des personnes habilitées à gérer le patrimoine du trust. Le contrôle sur les procédures remplit formellement ces exigences de sécurité sur le comportement des personnes : en s'assurant des moyens mis en œuvre par l'intervenant, on prétend s'assurer de la bonne gestion du patrimoine.

Cette transformation juridique illustre la manière dont un réseau de règles juridiques se recombine : l'effet que les règles de circulation produisaient sur l'organisation de la gestion est aujourd'hui obtenu par le biais d'autres règles, celles de la responsabilité fiduciaire. La compréhension de l'effet des règles juridiques sur l'action économique passe ainsi par la saisie du *sens du réseau de règles* et pas seulement du sens de la règle<sup>24</sup>.

#### **4. Le bilan : la captation des priviléges du trust**

On aboutit finalement à une situation dans laquelle les gestionnaires financiers auxquels est délégué la gestion n'ont aucune responsabilité de résultat et maîtrisent la liquidité des actifs.

---

<sup>24</sup> Cette insistance sur l'effet du réseau plus que de la règle doit beaucoup à E. Serverin.

Situation privilégiée s'il en est. Pour comprendre ce passage, il faut revenir à l'histoire et insister sur la façon dont les priviléges du trust, en particulier sa forme de propriété et de responsabilité, sont concédés aux fonds de pension. Il faut bien voir que ces priviléges qui consistent à bloquer la propriété pour le bénéfice du propriétaire-bénéficiaire, ne sont pas octroyés à l'employeur dans le but de lui permettre de gérer ses fonds de pension. Ces priviléges sont octroyés à un trustee dans le cadre du trust traditionnel : l'origine *d'equity* témoigne qu'il s'agit d'une dotation que l'Etat confère spécialement à des entités, les trusts, parce que celles-ci sont chargées de missions qui ne relèvent pas uniquement de l'univers marchand et impliquent des individus propriétaires en situation de faiblesse juridique. Ces priviléges spécifiques par rapport au droit de la propriété (particulièrement en matière de gestion des biens : pouvoir du trustee sur la propriété du bénéficiaire, capacité à agir sans rendre compte, responsabilité limitée vis à vis des créanciers) ne peuvent se justifier qu'au titre de cette situation exceptionnelle qui exige une protection particulière sur laquelle l'Etat estime avoir un pouvoir de contrôle.

Lorsque les employeurs réutilisent cette structure, ils la modifient par le contrôle qu'ils ont sur les trustees. L'État accepte, à ce moment là, un transfert de fait des priviléges du trust à l'employeur. Seul maître à bord, l'employeur fait de la question des fonds de pension une affaire de gestion interne. Ce n'est que parce que le pouvoir syndical d'après-guerre en fait un enjeu de négociation salariale que l'affaire devient publique (Sass, 1997). Dans la mesure où la prestation retraite devient un élément du rapport salarial, le fonds de pension n'apparaît plus paternaliste (une dotation faite selon le bon vouloir de l'employeur) mais fordiste (le résultat d'un rapport de forces). Le cadre juridique qui institue le bénéficiaire en position de mineur est toutefois maintenu : le niveau des prestations est négocié mais la gestion des actifs et la garantie des revenus futurs sont complètement soumises à l'employeur.

Il convient de voir dans ce mouvement le passage d'une gestion domestique de la main d'œuvre à une gestion économique, fondée sur un pouvoir accru des salariés. Mais du coup, les priviléges qui avaient été octroyés au fonds de pension dans le cadre d'une conception encore paternaliste de la gestion de la main d'œuvre et, par conséquent proche du contexte traditionnel du trust, se trouvent transférés dans la sphère économique au sens strict. En ce sens, ce passage peut être interprété comme une « privatisation » des priviléges du trust.

La troisième étape est celle de l'extension des priviléges à d'autres entités économiques dont la seule logique de fonctionnement ne pourrait prétendre à ces priviléges, au regard des principes juridiques de responsabilité dont elles se réclament. C'est l'étape de la

revendication, par de nouveaux entrants, des mêmes priviléges que leurs prédecesseurs<sup>25</sup>. A partir de la loi ERISA et surtout dans les années 1980, les fonds de pension traditionnels à prestations définies sont remis en cause et progressivement remplacés par un autre type de fonds, les fonds à cotisations définies dits 401k. Ce passage à un autre fonctionnement économique (les prestations ne sont plus garanties pour le salarié) se produit en conservant la structure juridique du trust. Mais alors que le fonds de pension traditionnel, sur l'exemple du trust, maintenait une certaine cohérence entre ses principes de fonctionnement (l'absence de droit de regard des salariés sur la gestion était compensée par la garantie des prestations par l'employeur), la nouvelle structure des fonds à cotisations définies conserve certaines restrictions (par exemple, la possibilité pour l'employeur de bloquer les comptes) sans procurer les garanties qui les justifiaient antérieurement. On assiste ainsi au transfert, vers une activité d'épargne financière entièrement économique et sans aucune visée de protection comparable à celle du trust, de priviléges initialement justifiés par cette protection.

Le détour par l'histoire du trust, en particulier l'insistance sur le caractère tutélaire de ce dispositif, permet de mesurer la nature exacte du libéralisme à l'œuvre dans les rapports contemporains entre finance et rapport salarial. Ce libéralisme est fondé, structurellement, sur une propriété passive des épargnants et sur la captation de l'épargne salariée par la finance. Avec le trust, la finance assure, au niveau global, que la liquidité est de son fait exclusif et ne provient pas de la volonté des propriétaires.

Mais cette configuration globale n'est pas perçue en tant que telle tant le foisonnement des dispositions juridiques prodigue, au niveau micro et mésoéconomique, des principes de fonctionnement d'apparence libérale. En effet, la loi ERISA et sa jurisprudence se présentent comme une rationalisation de l'héritage du trust et contribuent à une énonciation des principes d'organisation du secteur selon la grammaire de la philosophie libérale (Vergara, 2002). Au niveau de l'individu, la règle (juridique) du bénéfice exclusif s'ajuste aux principes (économiques) libéraux qui postulent le libre arbitre du salarié, transformé en investisseur, et la maximisation de son intérêt individuel, sous la forme de décisions d'investissement exclusivement « financières ». Au niveau sectoriel, la responsabilité (juridique) fiduciaire partielle et fonctionnelle définie par ERISA soutient le principe (économique) libéral d'une coordination par la concurrence qui s'effectue par la désintégration des institutions financières, au cours des années 1970.

---

<sup>25</sup> Ce processus a été initialement mis en évidence par W. Roy, au sujet de la *corporation* américaine.

Au total, le droit a canalisé l'évolution *structurelle* du rapport entre salariat et finance à l'intérieur du principe archaïque de la tutelle, qui constitue la véritable *logique de l'institution* « trust ». Mais, il a pu le faire en adoptant le registre *organisationnel* libéral grâce à de nouvelles définitions et une recombinaison des règles juridiques, saisies comme « *régime d'action* » libéral.

## Bibliographie

- M. Aglietta, 1999 [1976], postface à *Régulation et crises du capitalisme*, Calmann-Lévy
- M. Aglietta, A. Rebérioux, 2004, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel
- G. Alexander, 1993 : « Pensions and Passivity », *Law and Contemporary Problems*, Volume 56 n°1
- L. apRoberts, 2000 : *Les retraites aux Etats-Unis – sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, Paris
- PL. Bernstein, 1995, *Des idées capitales*, Quadrige, PUF, Paris
- G.T. Bogert, 1987 : *Trusts*, sixth edition, West Group, St Paul, USA
- R. Boyer, 1986, *La théorie de la Régulation : une analyse critique*, Agalma La Découverte
- R. Boyer, 1999 : « Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance : le point sur quelques recherches régulationnistes », *L'Année de la régulation*, Volume 3, La Découverte
- R. Boyer, 2000, « Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism ? A Preliminary Analysis» *Economy and Society*, 29(1), février
- R. Boyer, 2003, « Les analyses comparatives du changements institutionnel », *L'Année de la Régulation*, n°7, Presses de Science Po
- F. Chesnais (dir.), 1996, *La mondialisation financière, genèse, coût et enjeux*, Syros, Paris
- MJ. Clowes, 2000, *The Money Flood, How Pension Funds Revolutionized Investing*, John Wiley & Sons, New York
- JR. Commons, 1995 [1925], *Legal Foundations of Capitalism*, Transaction Publishers, New Brunswick
- JR. Commons, 1990 [1934], *Institutional Economics, its Place in Political Economy*, Transaction Publishers, New Brunswick
- A. Jeammaud, 2000, « L'interdisciplinarité, épreuve et stimulant pour une théorie des règles juridiques », in Th. Kirat et E. Serverin, *Le droit dans l'action économique*, CNRS Editions
- A. Jeammaud, 1990, « La règle de droit comme modèle », *Recueil Dalloz Sirey*, 28<sup>E</sup> cahier
- Th. Kirat, E. Serverin (dir.), 2000, « Dialogue entre droit et économie à propos des relations entre les règles juridiques et l'action » in Th. Kirat et E. Serverin, *Le droit dans l'action économique*, CNRS Editions
- Kirat, 2001, « Le pragmatisme, l'économie et l'intelligence des règles juridiques : leçons de la méthode institutionnaliste de John Rodger Commons », *Revue interdisciplinaire d'études juridiques*, n°47

- JH.Langbein, 1997 : « The Secret Life of the Trust : The Trust as an Instrument of Commerce », *The Yale Law Journal*, Vol 107 :165-189
- F. Lordon, 1999 : « Croyances économiques et pouvoir symbolique », *L'Année de la Régulation*, Volume 3, La Découverte, Paris
- F. Lordon, 2000a, *Fonds de pension, pièges à cons*, Raisons d'Agir, Paris
- F. Lordon, 2000b : « La ‘création de valeur’ comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la ‘valeur actionnariale’ », *L'Année de la Régulation*, Volume 4, La Découverte, Paris
- S. Montagne, 2001, « L’évaluation de l’entreprise par le marché boursier : le rôle de l’analyse financière », in Sabine Montagne, Catherine Sauviat, *L’impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises*, Documents d’Etudes Dares, n°42, Mars
- S. Montagne, 2003, *Les métamorphoses du trust, les fonds de pension américains entre protection et spéculation*, thèse de doctorat, Université ParisX-Nanterre
- S. Montagne, 2005, « Pouvoir financier vs pouvoir salarial. Les fonds de pension américains: contribution du droit à la légitimité financière », *Annales*, à paraître
- A.Orléan, 1999 : *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris
- WG. Roy, 1997 : *Socializing Capital, the rise of the large industrial corporation in America*, Princeton University Press
- S. Sass, 1997 : *The promise of private pensions*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts
- E. Serverin, 2000 : *Sociologie du droit*, Repères
- E. Serverin, 2004, « Qualifier l'accident dans la jurisprudence du XIXe siècle en France », *Conférence au Collège de France*, 9 février 2004
- B. Théret, 2001 : « Saisir les faits économiques : une lecture structuraliste génétique de la méthode Commons », *Cahiers d'Economie Politique*, 40-41
- B. Théret, 1997 : « Méthodologie des comparaisons internationales, approches de l'effet sociétal et de la régulation : fondements pour une lecture structuraliste des systèmes nationaux de protection sociale », *L'Année de la Régulation*, Vol. 1, La Découverte, Paris
- B. Théret, 1996 : « De la comparabilité des systèmes nationaux de protection sociale dans les sociétés salariales : essai d'analyse structurale », in *Comparer les systèmes de protection sociale en Europe*, Rencontres de Berlin, volume 2, Mire, Paris
- F. Vergara, 2002 [1992], *Les fondements philosophiques du libéralisme. Libéralisme et éthique*, La Découverte