



Le socialisme des fonds de pension, ou « plus ça change... » : financement des retraites et *corporate governance* aux États-Unis

Mary O'SULLIVAN¹

Cet article étudie le développement des fonds de pension gérés par les employeurs dans les décennies d'après-guerre aux États-Unis et apprécie le nouvel équilibre des risques et des avantages qu'impliquent les transformations importantes de ces systèmes de retraite dans les années quatre-vingt et 90. Les liens entre les évolutions des modes de financement de ces systèmes de retraite et celles du fonctionnement du secteur financier et des pratiques de gestion de l'entreprise américaine sont analysés. Cette analyse suggère que l'on est loin d'avoir évolué vers une sorte de socialisme par l'intermédiaire des fonds de pension. Les investisseurs institutionnels, pour ne pas parler des ménages, sont loin d'exercer un contrôle significatif sur l'allocation des ressources par les entreprises. Ce contrôle est encore largement exercé par les managers même si leurs motivations ont amplement changé dans les deux dernières décennies. Les dirigeants d'entreprises peuvent bien entonner le chant des mérites de la démocratie des actionnaires, ils en contrôlent encore largement la musique.

INTRODUCTION

Il y a vingt ans Peter Drucker commençait son livre *The Unseen Revolution : How Pension Fund Socialism came to America* par l'affirmation provocante selon laquelle « si le « socialisme » est défini comme « la propriété des moyens de production par les producteurs », les États-Unis sont le premier pays vraiment socialiste » [Drucker, 1976, p. 1]. Il se fondait sur le fait que les employés des entreprises et du gouvernement américain contrôlaient, à travers leurs fonds de pension, la majeure partie des actions des sociétés du pays. Étant donné la situation démographique des États-Unis, Drucker prédisait que les biens des fonds de pension et leur poids comme actionnaires continueraient à croître. Dès 1979, il estimait que, « les salariés américains sont les seuls vrais propriétaires des moyens de production. Par le biais de

1.  INSEAD, Bld de Constance 77305 Fontainebleau Cedex – ☎ + 33 1 60 72 44 41 –  Maty.O.Sullivan@insead.fr

leurs fonds de pension, ils sont les seuls vrais « capitalistes », qui possèdent, contrôlent et dirigent le « capital » du pays. L'économie américaine (...) se trouve ainsi dirigée au bénéfice des salariés, les profits devenant, de plus en plus, des retraites, c'est-à-dire, une « rémunération différée » des employés. Il n'y a pas de « surplus » ; le revenu de l'entreprise va alimenter le « fond des salaires » » [Drucker, 1979, p. 2-3].

Depuis que Drucker a écrit son ouvrage, les fonds de pension ont effectivement accumulé encore plus de ressources. À la fin des années quatre-vingt-dix, la plupart des actifs des fonds de pension sont investis dans des actions. Résultat, les fonds de pension sont les principaux investisseurs institutionnels présents au capital des entreprises américaines. Environ un tiers des liquidités récemment versées dans les fonds communs de placement est lié au financement des retraites. De ce fait, un nombre toujours plus grand de ménages américains possède des actions (début 1999, presque la moitié en possédaient). Ainsi fin 1999, le *Wall Street Journal* pouvait déclarer que « *le nouveau venu à la Bourse, au cours des années quatre-vingt-dix est quelqu'un que la plupart des autres investisseurs connaissent : c'est leur voisin* ». La relation passionnelle de l'Amérique avec la Bourse est devenue, au cours des dix dernières années, une histoire d'amour torride pour monsieur et madame-tout-le-monde. C'est peut-être le legs durable des années quatre-vingt-dix [« The Soaring '90s », *Wall Street Journal*, 13 décembre, 1999, p. C1].

Dans son livre de 1979, Drucker regrettait que personne (sauf lui !) n'ait remarqué cette révolution. Mais dans les années quatre-vingt-dix, la « maximisation de la valeur pour l'actionnaire » est devenue un mantra dans le monde des entreprises américaines pour des dirigeants apparemment plus sensibles que jamais aux demandes des investisseurs. De plus, si en 1979, Drucker pouvait prétendre que les syndicats ne réalisaient pas que les employés américains, à travers leurs fonds de pension, étaient devenus les vrais propriétaires des entreprises, dans la période récente par contre, nombre de dirigeants syndicaux ont cherché à profiter du fait que leurs membres représentaient une partie importante des investisseurs sur les marchés américains de capitaux. Ils espèrent pouvoir utiliser le levier de ce qu'ils décrivent comme le « capital du travail » ou « capital au travail » pour mieux promouvoir les intérêts de leurs adhérents. En fait, dans les années quatre-vingt-dix, les syndicats sont devenus la force active la plus importante parmi les investisseurs institutionnels aux États-Unis.

Quel est l'impact de ce développement pour l'allocation des ressources et des profits des entreprises ? Si, dans les décennies d'après guerre, les travailleurs américains étaient exclus de toute influence directe sur l'allocation des ressources des entreprises, sont-ils maintenant parvenus, à travers leurs fonds de pension, à accroître leur influence sur les investissements faits par les entreprises ? Le compromis « fordiste » d'après guerre, conclu entre dirigeants et syndicats des industries de masse, garantissait aux employés leur

part des fruits de la prospérité croissante du pays. Mais dans les années soixante-dix, quand les entreprises ont dû faire face à de nouveaux défis, notamment ceux de la concurrence étrangère, cet accord a commencé à faiblir. À partir de la fin des années soixante-dix jusqu'à une date très récente, les salaires réels ont stagné et les inégalités de revenus grimpé en flèche. Les salariés ont-ils pu compenser ces tendances en prenant leur part des profits des entreprises par le biais des fonds de pension ?

Dans la suite de cet article, l'émergence, au cours des décennies de l'après guerre, d'abord aux États-Unis, des fonds de pension fondés sur les contributions des employeurs (retraites d'entreprise) est mise en évidence puis est montré comment le développement de cette contribution des employeurs a changé l'équilibre de la répartition des risques et des bénéfices dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Ensuite est traitée la relation entre le développement de ce système de retraite et celui du secteur financier, ainsi que de la transformation qui a eu lieu dans la gestion des entreprises au cours de la même période. Enfin sont analysées les conséquences de ces développements pour conclure qu'ils sont très loin d'avoir produit une situation proche du socialisme. Les investisseurs institutionnels, et plus encore les ménages américains, sont loin d'exercer un contrôle significatif sur l'allocation des ressources des entreprises. Ce pouvoir est toujours solidement aux mains des managers, même si leurs motivations à exercer ce contrôle ont considérablement changé. Bien que ces managers chantent volontiers les mérites d'une nouvelle idéologie – celle de la démocratie actionnariale – ils en contrôlent largement la musique.

L'ÉVOLUTION DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES.

La transformation de la structure des institutions financières et de leur interaction avec l'économie réelle, commencée à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix, s'est traduite par le développement d'une nouvelle conception de la valeur, la « valeur pour l'actionnaire » (*shareholder value*), qui a marqué de plus en plus le mode d'allocation des ressources des firmes. Les causes de cette transformation structurelle sont complexes et multiples. Mais la richesse financière croissante des ménages américains est un des résultats majeurs de cette évolution. Comme le montre le tableau 1, la part des fonds de pension et des fonds communs de placement a considérablement augmenté dans le patrimoine financier des ménages.

TABEAU 1 – LES AVOIRS FINANCIERS DES MÉNAGES ET DES ORGANISATIONS À BUT NON-LUCRATIF.

Avoirs Financiers	1975	1980	1985	1990	1995	1998
Dépôts	24.4	23.0	24.5	21.8	15.6	13.5
Instruments du marché du crédit	7.5	6.5	8.4	10.0	8.8	5.9
Actions des entreprises	13.5	13.6	10.9	12.0	18.3	20.0
Parts des fonds communs de placement	0.9	0.7	2.0	3.1	5.9	8.2
Réserves en assurances vie	4.6	3.4	2.6	2.6	2.6	2.3
Réserves des fonds de pension	12.6	14.7	20.6	23.1	26.7	29.9
Fonds propres des banques	4.6	4.0	3.8	3.7	3.7	4.2
Actions hors secteur des entreprises	30.7	32.7	25.7	21.6	16.9	14.0
Autre	1.2	1.4	1.7	1.9	1.9	2.0
Total (Milliards \$ US)	3695.5	6584.5	10148.2	14953.9	21607.7	30633.1

Source : US Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States : Annual Flows and Outstandings, various years, Washington D.C.

Les actions ont été les instruments financiers les plus importants dans les portefeuilles des fonds de pension depuis les années soixante-dix, et même plus tôt pour les fonds communs de placement. Dans les années quatre-vingt-dix, la part des actions a augmenté davantage encore au point que maintenant elles dominent largement toutes les autres formes d'actifs. En 1998, les fonds de pension privés ont directement placé 51,5 % de leurs actifs financiers en actions des entreprises², les fonds de pension des organismes publics nationaux et locaux leur ont alloué 63,4 %, et les fonds communs de placement ont investi presque 69,5 % de leurs actifs en actions [US Board of Governors, 1999].

Ces évolutions ont pour conséquence une institutionnalisation croissante de l'actionnariat aux États-Unis. La part des fonds de pension et des fonds

2. En fait les placements en actions des fonds de pension privés sont encore plus grands que ces données ne le suggèrent parce qu'ils investissent aussi à travers les fonds communs de placement. L'importance des fonds communs de placement dans les portefeuilles des fonds de pension est passée de 1,8% en 1990 à 13% en 1998 comme a évolué le recours des fonds de placement aux actions en général. Si l'on fait l'hypothèse que les fonds de pension se conforment à la moyenne des comportements d'investissement alors le placement indirect de ces fonds en actions est passé de 0,69 % en 1990 à 9,03% en 1998.

communs de placement dans le capital des entreprises a augmenté d'une manière très sensible. Comme le montre le tableau 2, les fonds de pension possédaient 24 % des actions des entreprises américaines en 1997 (soit 13,8 % pour les fonds de retraites privées et 10,2 % pour les fonds de retraites publics) contre 0,3 % en 1945. Pendant la même période, les fonds communs de placement ont augmenté leur part de 1,5 % à 16,2 % du total des actions. Contrastant avec l'importance croissante des investisseurs institutionnels, la part des actions détenues directement par des ménages est tombée de 93 % en 1945 à 42,7 % en 1997. Ce poids des institutionnels dans la répartition des actions des entreprises est encore plus élevé pour les actions des plus grandes entreprises américaines ; en 1987, la part des institutionnels dans le capital-actions des 1 000 plus grandes entreprises américaines était de 46,6 %, elle s'élevait en 1997 à 59,9 % [Conference Board, 1998, p. 25].

TABLEAU 2 - ACTIONS DES ENTREPRISES DÉTENUES PAR LES MÉNAGES ET LES INSTITUTIONS, 1952-1997

(En pourcentage de la valeur totale, exprimée en milliards de dollars)

Année	Valeur Totale	Ménages	Étranger	Assurances	Pension Privée	Pension publique	Fonds mutuels	Ensemble secteurs financiers*
1945	118	93.0	2.3	2.4	0.3	0.0	1.5	4.3
1950	143	90.2	2.0	3.3	0.8	0.0	3.2	7.4
1955	282	88.1	2.3	3.2	2.2	0.1	3.4	9.2
1960	420	85.6	2.2	3.0	3.9	0.1	4.7	12.1
1965	735	83.8	2.0	2.9	5.6	0.3	5.0	14.0
1970	841	68.0	3.2	3.3	8.0	1.2	5.2	28.5
1975	846	59.0	3.9	4.9	12.8	2.9	4.7	36.7
1980	1,514	59.6	4.9	5.2	14.8	2.9	3.1	35.2
1985	2,319	48.6	5.9	5.6	21.3	5.2	5.1	44.9
1990	3,537	51.2	6.9	4.6	15.9	8.3	7.1	41.5
1995	8,331	48.6	6.3	5.4	14.2	9.0	12.8	44.3
1996	10,062	45.7	6.5	5.5	14.1	9.5	15.0	46.9
1997	12,776	42.7	7.2	5.7	13.8	10.2	16.2	49.3

* Assurances, pensions, fonds de placement, fonds bancaires personnels et autres.

Source : US Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States : Annual Flows and Outstandings*, various years, Washington D. C

Les fonds de pension et les fonds communs de placement américains sont devenus une force importante non seulement aux États-Unis mais aussi dans d'autres économies capitalistes dans la mesure où ces fonds ont largement investi à l'étranger au cours des années quatre-vingt-dix. Selon les données les plus récentes les 25 fonds américains les plus importants ont accru la part

de leurs placements en actifs étrangers de 4,8 % en 1991 à 11,2 % en 1996 [Conference Board, 1997, p. 44]. Cette tendance semble se poursuivre depuis ; le California State Public Employees Retirement System (CalPERS) par exemple, un fond de pension à prestation définie pour les employés de la fonction publique en Californie, détenait 19,2 % de ses actifs totaux en actions étrangères en juillet 1999, et projetait d'augmenter cette part à 20 %³. L'échelle considérable et la croissance continue des actifs financiers des investisseurs institutionnels américains leur donnent une importance sur les marchés internationaux qui dépasse largement ce que la proportion de leur investissement suggérerait. En 1997 les actifs financiers des investisseurs institutionnels américains représentaient la moitié du total OCDE et s'élevaient à 6 fois celui des actifs de la Grande Bretagne (en 1996), 10,5 fois celui des actifs financiers de la France, et 11,5 fois le total allemand [OCDE, 1998, p. 20]. De plus, le fait que les institutions américaines aient traditionnellement investi leurs fonds en actions plus que leurs homologues dans la plupart des autres pays de l'OCDE, à l'exception notable de la Grande Bretagne, leur ont donné un poids particulièrement important sur les marchés internationaux d'actions.

Cette importance des fonds de pension comme réserve de richesse financière est clairement liée au processus de vieillissement de la population aux États-Unis. Le nombre des plus de 65 ans est passé de 15,4 pour 200 actifs en 1960 à environ 19,8 en 1995 et doit s'élever jusqu'à 32,2 en 2030 [Nations Unies, 1995]. Cette tendance représente une augmentation substantielle de la dépendance entre générations. Une proportion importante de la montée récente de la part des fonds communs de placement est de plus attribuable à leur caractère attractif pour contribuer au financement des retraites ; à la fin de 1998, les actifs des plans de retraites représentaient 34 % des fonds communs de placement [Investment Company Institute, 1999]. Dans une enquête récente de « Equity Ownership in America » auprès des détenteurs d'actions, aussi bien directs que par l'intermédiaire d'investisseurs institutionnels, deux tiers des personnes interrogées ont mentionné « la retraite » comme l'objectif principal de leur investissement en actions [ICI et SIA, 1999, p. 20].

Que la dépendance accrue entre générations ait eu un effet aussi important sur les institutions financières traduit toutefois moins l'effet purement démographique que la forme sociale particulière prise par le financement des retraites aux États-Unis. Le rôle moindre du système public dans le financement des retraites est ici d'une particulière importance. Aux États-Unis, au regard de ce que l'on observe dans beaucoup d'autres pays industrialisés, la sécurité sociale couvre 40 % du montant total des retraites alors que ce taux est proche de 70 % en Allemagne [Turner et Watanabe, 1995, p. 136]. Dans les décennies de l'après seconde guerre mondiale, un système étendu de

3. Une proportion qui n'était encore que de 16,9% en septembre 1996 (pour connaître la répartition des actifs de CalPERS, voir : <http://www.calpers.ca.gov/invest/asset/asset.htm>)

retraites privées s'est développé pour compenser la faiblesse des retraites publiques, au moins pour les Américains les plus fortunés.

La croissance des retraites versées par les employeurs⁴

Le développement des retraites d'entreprise a permis de faire bénéficier de la retraite un groupe social plus large que les Américains les plus fortunés, même s'il s'agit toujours d'une « élite salariée ». Les plans de retraites furent tout d'abord introduits par les employeurs à une échelle significative dans les premières décennies du vingtième siècle : 13 plans existaient en 1899 mais, dès 1919, ce chiffre s'élevait à 300 plans, couvrant 15 % de la population active des États-Unis [Sass, 1997, p. 54]. Les plans étaient concentrés dans les grandes entreprises ; ils étaient conçus pour faciliter aux employeurs le contrôle de leur main-d'œuvre en réduisant sa mobilité et en limitant sa syndicalisation. Les employés avaient peu de garantie pour tout ce qui touchait à leurs retraites [Sass, 1997, p. 38-55].

La Grande Dépression a perturbé le système des retraites privées. Elle a aussi poussé le gouvernement fédéral à mettre en place un système public de retraites avec la passation du *Social Security Act* de 1935. Mais, alors que les salariés aux revenus modestes étaient pris en charge en partie par le gouvernement fédéral, les plans d'entreprise ont été de plus en plus conçus pour les cadres. En particulier, quand le New Deal a conduit à relever les impôts directs sur les hauts salaires, les retraites d'entreprise sont apparues spécialement attractives pour atténuer la pression fiscale sur les catégories d'employés considérées comme stratégiques par les entreprises. En conséquence, le pourcentage de la main-d'œuvre couverte par les plans de retraite privés établis pendant les années trente s'est élevé à seulement 41 %, contre 78 % pour ceux établis avant 1930 [Sass, 1997].

Dès 1926, le gouvernement américain a favorisé ce type de retraites par un traitement fiscal favorable. En passant le *Revenue Act* en 1942, le gouvernement a augmenté ces avantages fiscaux mais a aussi renforcé l'obligation d'une participation importante des employés comme condition d'un traitement fiscal favorable [Sass, 1977, p. 151-152]. En augmentant les avantages fiscaux et en suivant un programme de stabilisation des salaires pendant la guerre, le gouvernement a encouragé davantage encore l'utilisation des retraites comme moyen de rémunération indirecte des employés. Dès 1945, les retraites privées couvraient 6,5 millions d'employés contre 2 millions en 1938. Après la guerre, même avec la réduction des taux de l'impôt sur le revenu et la restauration de la flexibilité des salaires, la diffusion des retraites privées s'est maintenue parce que, comme l'explique Sass, « *maintenant les dirigeants d'entreprises comprennent bien la valeur*

4. La discussion qui suit ne s'occupe que des employeurs du secteur privé. Pour une analyse des pensions publiques, voir [Steffen, 1999 ; Mitchell, McCarthy, Wisniewski et Zorn, 1999 ; Usem et Hess, 1999].

de la retraite pour retenir les personnes-clés de l'organisation » [Sass, 1997, p. 119 et p. 88-112].

Malgré l'intention du *Revenue Act* de 1942, les plans de retraites privées sont restés biaisés en faveur des cadres, certains excluant même expressément les travailleurs manuels. De plus, la valeur réelle des prestations de la Sécurité Sociale s'est effondrée avec l'inflation des années quarante ; l'allocation moyenne ne compensant que 19 % du salaire moyen en 1950, pour 30 % en 1940. En conséquence, syndicats américains, en particulier ceux affiliés au *Congress of Industrial Organisations* (CIO) en plein développement, sont devenus de plus en plus soucieux de défendre et d'intensifier les revendications de leurs membres concernant les retraites. Ils ont exercé des pressions politiques pour accroître les prestations. Ils se sont aussi battus avec succès pour mettre les retraites sur l'agenda des négociations collectives avec les employeurs [Ghilarducci, 1992, p. 25-51 ; Sass, 1997, p. 113-144].

Au début le CIO a défendu sa revendication de retraites plus élevées en faisant une analogie entre les retraites pour les employés et les provisions pour dépréciation du capital fixe productif. Une logique similaire fut utilisée par le Steel Industry Board (SIB), créé en 1949 par le Président Truman pour sortir de l'impasse les relations patronats/syndicats dans l'industrie sidérurgique. Bien que le SIB ait repoussé les demandes d'augmentation de salaires des *United Steelworkers* au motif qu'elles étaient inflationnistes, il recommanda néanmoins l'institution par les compagnies sidérurgiques de plans de retraites sans contribution des travailleurs. Les entreprises métallurgiques rejetèrent d'abord les conclusions du SIB, mais en septembre 1949, les *United Steelworkers* firent grève pour obliger les firmes à mettre en œuvre les recommandations du SIB [Ghilarducci, 1992, p. 38-39 ; Sass, 1997, p. 132-135].

Pendant ce temps, l'UAW et la Ford Motor Company (FMC) avaient négocié un plan de retraite employeur sans cotisations employés. Le plan fut proposé au début par Ford en 1945 et accepté par les leaders de l'UAW. La base du syndicat rejeta le plan, lui préférant une augmentation de salaire, mais en 1949 la campagne de Walter Reuther au sein de l'UAW en faveur du développement de ces plans de retraites d'entreprise fut couronnée de succès, un plan de ce type étant mis en place fin septembre 1949, chez Ford, plan qui a servi ultérieurement de modèle dans la plupart des secteurs manufacturiers. En novembre 1949, Bethlehem Steel accepta un plan sans cotisations employés sur le modèle du plan UAW-FMC. Les autres grandes compagnies sidérurgiques ne tardèrent pas à suivre son exemple [Ghilarducci, 1992, p. 39-40 ; Sass, 1997, p. 135-136].

Au début des années cinquante, les plans de retraites étaient devenus un élément courant des contrats d'emploi du CIO. Ces plans prenaient une forme standard : « c'étaient des plans sans cotisations employés, à prestations définies (*defined benefits*, DB), délivrant de modestes prestations, mais

prenant bien en compte toute la période d'activité. Le passage à la retraite de l'ouvrier devenait une transition relativement facile, offrant une perspective relativement confortable » [Sass, 1997, p. 137]. Dans un plan DB, l'employeur garantit un revenu de retraite bien défini, payable dès que l'employé atteint un âge donné. Le niveau des prestations est typiquement soit donné par une formule combinant des variables comme la durée de l'emploi dans la compagnie, le niveau du salaire, soit fixé forfaitairement.

La plupart des plans négociés par le CIO étaient des plans à employeur unique. Pendant les années cinquante, quelques syndicats du CIO, notamment l'UAW, tentèrent d'établir un contrôle conjoint entre employeurs et syndicats de ces plans. Ces efforts rencontrèrent cependant une sévère résistance et les plans restèrent largement sous le contrôle du seul employeur financeur. Les syndicats orientèrent également leur action vers la revendication de contributions employeurs plus élevées. Ce faisant, ils s'éloignaient progressivement de l'idée que les employeurs avaient la responsabilité sociale de compenser la « dépréciation » de leurs ressources humaines, pour traiter les retraites de plus en plus comme des salaires différés qu'ils négociaient comme les autres formes de rémunération salariale [Ghilarducci, 1992, p. 34].

Étant donné le succès du CIO dans la négociation de ces plans, les syndicats AFL, bien qu'ils aient montré jusqu'alors moins d'intérêt pour la question des retraites, se sentirent obligés de suivre la route que traçait le CIO. Toutefois, beaucoup de membres de l'AFL travaillant pour de petites et moyennes entreprises, les syndicats AFL luttèrent plutôt pour des plans de retraite à employeurs multiples. Le *Labor-Management Act* de 1947 (appelé souvent loi Taft-Hartley) interdisait aux syndicats d'exercer seul le contrôle de ces plans, bien que ce droit fût reconnu aux employeurs pour les plans à employeur unique. Les plans à employeurs multiples ou plans « Taft-Hartley » étaient administrés obligatoirement par des conseils d'administration dont une moitié était nommée par les employeurs et l'autre par les salariés [Ghilarducci, 1992, p. 45 ; Sass, 1997, p. 184].

Dès 1960, les plans de retraites employeurs couvraient 41 % de la main-d'œuvre non-agricole des États-Unis (19 % en 1945). En 1979, cette couverture s'élevait à 45 % de la main-d'œuvre du secteur privé et la moitié des personnes couvertes étaient syndiquées. À cette date, 83 % des syndicalistes participaient à un plan de retraites (39 % pour les employés non-syndiqués) [OCDE, 1993, p. 10 ; EBRI, 1998, p. 5], chiffre qui souligne le rôle clé joué par le mouvement syndical dans l'extension de la couverture des plans de retraite employeur après la deuxième guerre. Les syndicats ont promu cette extension, non seulement par l'effet direct de leurs négociations en faveur des salariés syndiqués, mais aussi par les avantages qu'ils ont obtenus pour les non-syndiqués. En conséquence, comme l'observe Sass : « *en utilisant leur droit de négocier collectivement, les salariés ont créé un système de protection sociale privé d'échelle comparable en couverture à celui des en-*

treprises. Sans la pression des syndicats, les entreprises d'après-guerre auraient fort bien pu ne jamais verser aux salariés des retraites satisfaisantes, la sécurité sociale seule suffisant, aux yeux des entreprises, pour couvrir les besoins élémentaires des travailleurs en matière de retraites. Le programme fédéral légitimait les 65 ans comme âge national de départ à la retraite et garantissait que tous les ex-employés, partis volontairement ou pas, ne seraient pas sans ressources. Les employeurs, de leur côté, s'intéressaient peu au développement de coûteux programmes de retraites comme instrument d'attachement à l'entreprise de leurs salariés de base » [Sass, 1997, p. 140].

Le mouvement pour la réforme des retraites a commencé vers la fin des années soixante, suite aux craintes exprimées quant à l'efficacité de la réglementation existante des retraites employeurs, craintes attisées par les supposées malversations de Jimmy Hoffa et des Teamsters dans la gestion du *Central and Southern States Pension Fund* (CSPF) et par l'insolvabilité du plan de retraite de Studebaker à la suite de la faillite de cette compagnie automobile. La pression pour la réforme des retraites fut aussi alimentée par d'autres événements externes comme la récession économique de 1973 et le krach de la Bourse qui l'accompagna. L'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), voté en 1974, avait précisément pour but de protéger les avantages des participants aux plans de retraites privés en introduisant un cadre réglementant la collecte des fonds, leur placement, leur couverture assurantielle et la diffusion de l'information. Ainsi, la loi ERISA a renforcé les obligations de financement des plans et la *Pension Benefit Guaranty Corporation* (PBGC) destinée à garantir les droits à la retraite en cas de faillite de l'employeur.

L'équilibre changeant des risques et des avantages.

Pendant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, les taux de couverture sont restés assez stables, au voisinage de 45 % ou 46 % de la main-d'œuvre non-agricole du secteur privé. Toutefois ces taux ne disent rien sur la qualité des prestations de retraite fournies. En fait, durant ces mêmes années, il y a eu des changements importants dans les engagements des entreprises qui ont altéré très largement le caractère des plans de retraites privés et, en particulier, l'équilibre des risques et des primes entre employeurs et employés.

Les années quatre-vingt ont en effet d'abord connu une vague de fermetures de plans de retraite. Dans certains cas les plans arrivés à terme étaient sérieusement sous-financés. Des entreprises dans la sidérurgie et l'automobile parurent avoir particulièrement mal financé leurs plans. Certaines d'entre elles étant de plus dangereusement affaiblies par la concurrence étrangère et nationale, il devint clair qu'elles n'arriveraient pas à faire face à leurs obligations pour les retraites présentes et à venir. La loi ERISA prévoyait pour de telles situations de faire appel à l'institution de garantie, la

PBGC, mais l'ampleur du problème posé par ces entreprises dépassait le cadre de ce qui avait été envisagé quand la loi fut mise au point. Les demandes adressées à la PBGC augmentèrent jusqu'à atteindre une moyenne annuelle de 275 millions de dollars (base 1986), à comparer aux 60 millions de dollars annuels des années soixante-dix [Sass, 1997, p. 233]. Quand en 1986 une compagnie sidérurgique, LTV, fit faillite et annonça qu'elle transférerait 2 milliards de dollars d'engagements non-financés à la caisse de garantie, on craignit que la PBGC ne survécût pas⁵. Plusieurs mesures furent prises pour limiter les engagements de la PBGC en cas de sous-financement des plans de retraites, et les primes prélevées par la caisse sur les plans DB furent augmentées à six reprises entre 1985 et 1987 [Sass, 1997, p. 234]. Les primes furent augmentées encore une fois quand, au début des années 1990, les demandes auprès de la PBGC battirent de nouveaux records après la faillite de nombreuses grandes compagnies aériennes ; les faillites de Pan American Airways en 1990 et d'Eastern Air Lines en 1991 se traduisirent par les plus grands appels en garantie auxquels le PBGC ait dû faire face [PBGC, 1999].

Les années 1980 ont aussi connu une vague de fermetures d'un type que la loi ERISA n'avait pas envisagé, à savoir des fermetures de plans de retraites financièrement sains dans lesquels les avoirs « résiduels » retournaient à l'employeur. Avant les années 1980, quand les plans étaient sur-financés, les sommes restantes étaient souvent versées aux salariés sous forme d'augmentations de leurs pensions. Au début des années quatre-vingt, encouragés par une interprétation laxiste du code fiscal, un grand nombre d'employeurs revendiquèrent ces surplus [Stein, 1989] ; ces reversions passèrent de 18,5 millions de dollars en 1980 à un maximum de 6,7 milliards de dollars en 1985. Les pertes, pour les employés, liées à ces reversions étaient substantielles parce que dans beaucoup de cas les plans étaient remplacés par de moins profitables ou n'étaient pas remplacés du tout. Plusieurs entreprises mirent ainsi un terme à leurs plans précisément pour réduire leurs obligations futures à l'égard de leurs employés [Petersen, 1992, p. 1033-1056]. Un impôt de 10 % fut imposé sur ces reversions en 1986 pour réduire leur attrait pour les employeurs. Ce taux passa à 15 % en 1988 [Ghilarducci, 1992, p. 108].

Le mouvement à la hausse du marché des actions, commencé avec la reprise qui a suivi le krach de 1987 et qui a pris force dans la seconde moitié des années 1990 a considérablement augmenté la valeur des actifs détenus dans les plans de retraites DB. Les employeurs ont néanmoins toujours eu recours à la reversion, malgré les taxes, et ils ont aussi trouvé d'autres moyens pour avoir accès aux valeurs résiduelles accumulées dans ces fonds de pension. Par exemple celles-ci ont servi à financer des plans de retraite

5. La PBCG contesta la réclamation devant les tribunaux et n'accepta finalement de responsabilité que pour le sous financement du plan de Republic Steel (soit 221 millions de dollars en 1986). Les dettes concernant les trois autres plans LTV furent réimputées à la compagnie par une décision de la Cour Suprême en 1990.

anticipée, ce qui a tout particulièrement facilité le dégraissage des effectifs des entreprises. Depuis 1990, les employeurs ont également été autorisés à utiliser les fonds excédentaires pour payer les frais médicaux des retraités [Gordon, 1997, p. 27]. Les entreprises peuvent aussi baisser les coûts de leurs acquisitions en utilisant les fonds en excès dans un fond de pension pour financer un plan sous-financé dans un autre comme l'a fait par exemple Boeing quand il a acheté Rockwell en 1996. Finalement, les employeurs ont aussi profité de l'appréciation rapide des actifs pour s'abstenir de cotiser pendant un temps [Burnett, T. : « Goodbye, pension benefit », *Barron's*, 5 octobre 1998, p. 19-20 ; Smart, T. : « Swollen Pension Funds, Surprise Profits », *Washington Post*, 14 juin 1998, p. H01]. L'astuce des entreprises inventant des moyens pour détourner les ressources des fonds excédentaires explique largement la baisse des taux de financement survenue pendant la dernière décennie ; en 1998, malgré la longue tendance haussière du marché, les plans DB à employeur unique disposaient seulement de 1,06 \$ par dollar d'engagement alors que ce ratio était de 1,42 \$ en 1988 [PBGC, 1988, p. 43].

Les possibilités d'utiliser ainsi les actifs des fonds de pension sont évidemment limitées aux plans dont les prestations sont précisément définies, la notion d'excédent de financement n'ayant de sens que pour ces plans. Ces possibilités sont aussi beaucoup plus grandes dans les plans à employeur unique qui sont contrôlés par ces employeurs eux-mêmes. Dans les plans Taft-Hartley, le contrôle des employeurs sur les actifs des plans de retraite est plus restreint car les conseils d'administration de ces plans doivent comporter des représentants en nombre égal des employeurs et des employés. Au surplus, lorsque des plans Taft-Hartley sont excédentaires, il n'est pas permis de rendre ces excédents aux employeurs en réduisant leurs contributions. En ce qui concerne les plans de retraites des fonctions publiques nationales et locales, la situation est assez variée, dans une large mesure parce que la représentation des employés dans les conseils d'administration est elle-même très variable [Ghilarducci, 1999].

Bien que les entreprises aient pu détourner les fonds excédentaires à leur profit dans les plans de retraite à employeur unique, la question de savoir si elles en avaient le droit reste très controversée [voir, par exemple, Stein, 1989]. D'un côté, les employeurs supportent le risque de fournir des retraites aux participants au plan. En conséquence, on peut considérer qu'ils doivent avoir le droit d'utiliser librement les ressources qui excèdent leurs obligations en matière de retraite. D'un autre côté, si les entreprises veulent bénéficier des exemptions fiscales sur les contributions et les plus-values des plans de retraites, les administrateurs de ces fonds à but non-lucratif sont obligés, selon ERISA, de gérer les actifs du plan pour le seul bénéfice des employés et des retraités. Pendant les deux dernières décennies, suite aux méthodes imaginatives des entreprises pour tirer parti de l'appréciation des portefeuilles d'actions de leurs plans DB, cette appréciation n'a guère profité aux retraités.

Les retraités de General Electric (GE), par exemple, dont le fonds de pension est parmi les plus riches des États-Unis, ont manifesté récemment pour obtenir une meilleure prise en compte de la hausse du coût de la vie lors de la réunion des actionnaires de l'entreprise. Un porte-parole de l'entreprise a alors affirmé que GE avait augmenté volontairement les paiements aux retraités mais « devait équilibrer de telles hausses avec sa responsabilité de maintenir le bon état financier du fonds de pension » [« Les retraités de GE manifestent pour des augmentations », *Times Union*, 16 avril 1999, p. E1]. Cela étant, GE n'a pas contribué à son fonds depuis 1987 et a au contraire pioché dedans pour financer un système de retraite anticipée pour les employés les plus âgés dans le cadre d'un programme majeur de dégraissage, en cours depuis presque deux décennies [Smart, T. : « Swollen Pension Funds, Surprise Profits », *Washington Post*, 14 juin 1998, p. H01]. En général, 3 % seulement des participants des plans DB du secteur privé étaient automatiquement protégés contre les augmentations du coût de la vie en 1994-1995 et 4 % seulement d'entre eux se sont vus accorder une augmentation *ad hoc* au cours des 5 dernières années [Foster, 1998, p. 15] !

Les développements exposés ci-dessus concernent les plans DB, car pendant les décennies d'après-guerre la plupart des actifs financiers des plans de retraites employeurs étaient en plans DB. Mais durant les deux dernières décennies, le changement le plus important dans les plans de retraite employeurs a été ce déclin relatif de l'importance des plans DB et la croissance des plans à contributions définies (*defined contributions*, DC). Dans un plan employeur DC, les paiements sont faits sur des comptes individuels par l'employeur sur la base d'une formule prédéterminée. Dans beaucoup de cas, les employés sont également contributeurs. Un des avantages des plans DC pour les salariés est leur transférabilité ; en quittant un emploi, l'employé peut récupérer ses droits sous forme d'une somme forfaitaire ou d'une annuité. Le montant des droits dépend du montant versé sur le compte et du rendement de l'investissement (qui peut être positif ou négatif) réalisé à partir de ces versements.

Dès le milieu des années quatre-vingt, le nombre des plans DB dans le secteur privé a baissé progressivement ; en 1997 on en comptait 53 000, en baisse par rapport à un maximum de 170 172 atteint en 1985 [EBRI, 1998]. Par contraste, le nombre des plans DC a augmenté rapidement depuis 1975, où il y avait 207 846 plans en opération, pour atteindre 647 000 en 1997 [EBRI, 1998, p. 3]. La plupart des plans DB terminés étaient les plus petits⁶. En conséquence les évolutions des effectifs de chaque type de plan donnent une image un peu différente ; ainsi, le nombre de participants dans les plans DB à un seul employeur est passé de 27,5 millions en 1980 à 33,2 millions

6. Certains des très petits plans servirent aux employeurs à éviter les taxes et leur fermeture fût probablement lié à leur moindre attractivité après les changements de la législation fiscale en 1982 et 1986 [Olsen et Van Derhei, 1998, p. 70].

en 1998 (soit une augmentation de 20,7 % sur la période [PBGC, 1998, p. 36]). Sur la même période, toutefois, la main-d'œuvre du secteur privé a augmenté plus rapidement et en conséquence le taux de couverture des plans DB est tombé : le nombre de participants actifs couverts a chuté sensiblement de 77,6 % en 1980 à 55,4 % en 1996 ; parallèlement, la part des participants prenant leur retraite a augmenté de 16 % à 22 % de l'ensemble des participants (pour les plans à employeur unique) [PBGC, 1998, p. 39]. Bref, le nombre de participants actifs couvert par les plans DB a baissé alors même que le nombre total de participants dans ces plans a augmenté ; dès 1997 le pourcentage de tous les travailleurs du secteur privé avec une retraite couverte par les plans DB était de 55,6 %, à comparer avec 82,7 % en 1980 [EBRI, 1998, p. 5].

Fin 1994, les actifs financiers accumulés par les plans DC ont dépassé ceux des plans DB [US Board of Governors, 1999, Table L 119b et c]. La source première de la croissance des plans DC est venue des plans 401 k créés par la législation de 1978 (mais aménagés afin de rendre ces plans opérationnels en 1982 seulement). Les actifs des plans 401 k ont augmenté si rapidement qu'en 1998 ils représentaient environ 64 % de tous les actifs financiers des plans DC [calculs de l'auteur basés sur l'US Board of Governors, 1999 et ICI, 1998]. Dans ces plans, les contributions des employeurs sont calculées sur une base avant impôt, caractéristique de tous les plans employeurs, mais les contributions des employés donnent aussi droit à des avantages fiscaux. De plus, l'employé est impliqué dans le choix des actifs bien que ce soit l'employeur qui sélectionne la gamme des investissements possibles – la contribution de l'employeur devant souvent être investie dans les actions de son entreprise.

Les évolutions des années quatre-vingt et 90 impliquent que les salariés qui ont la chance d'avoir un plan de retraite courent maintenant un risque plus grand que lorsque les plans DB étaient majoritaires. La tendance générale varie bien sûr selon les différentes expériences des employés, ceux d'entre eux qui participent aux plans DB pouvant n'avoir expérimenté aucun risque supplémentaire. Une raison importante expliquant l'augmentation relative des plans DC par rapport aux plans DB tient à l'évolution de la structure des emplois marquée par le déclin de la part des grandes entreprises manufacturières qui préféraient traditionnellement les plans DB. De plus, quelques firmes ont introduit des plans DC comme compléments de leurs plans DB. Mais le passage des plans DB aux plans DC s'explique aussi par des substitutions directement pratiquées par certaines entreprises. Des recherches récentes ont montré que ce phénomène de substitution, auparavant considéré comme relativement marginal, est actuellement non seulement important mais aussi en augmentation⁷.

7. Comparer Papke, Petersen, Poterba [1993] et Ippolito [1995] avec Papke [1996] et Gilarducci [1999].

Nombre de raisons pour lesquelles les employeurs préfèrent passer d'un plan DB à un plan DC n'ont rien à voir avec le bien-être des salariés, car il ne s'agit pas, pour l'essentiel, de rechercher une réduction des coûts de gestion ou de profiter des dispositions fiscales nouvelles qui ont rendu les plans DB moins attractifs [Ippolito, 1999, p. 11-13]. Le passage de plans DB à des plans DC crée surtout la possibilité pour les employeurs de transférer sur les employés une partie des coûts de retraites. Alors que la plupart des plans DB des entreprises sont sans cotisations employés, les plans DC demandent que les employés financent une partie de leur retraite directement. Les contributions des employeurs varient grandement dans les plans DC. Dans certains cas, elles sont proportionnelles à celles des employés (dans des rapports variables selon les plans). Dans d'autres cas, les contributions des employeurs sont basées sur les profits ou sont déterminées chaque année arbitrairement par la direction.

Que sont devenus les engagements financiers des entreprises en matière de retraite quand les plans DC sont devenus plus importants ? Des recherches récentes de Teresa Ghilarducci, basées sur des données détaillées sur les retraites privées, suggèrent que, pour les plus grands plans, « en moyenne, et au cours du temps, les employeurs qui n'offrent que des plans DB contribuent plus par employé actif que ceux qui offrent des plans DC ou des plans mixtes. Les entreprises offrant des plans DB ont payé 50 % de plus que les entreprises offrant des plans DB » [Ghilarducci, 1999, p. 15-16]. Les mêmes recherches soulignent aussi que la participation des syndicats aux négociations des plans de retraites accroît les contributions des employeurs aux plans de retraites. Ghilarducci conclut que les employeurs adoptent les plans DC pour économiser sur le coût des retraites de leurs employés.

Les développements récents de certains des plus grands plans DB renforcent l'idée selon laquelle certains employeurs non seulement transfèrent nombre des aléas de la retraite sur leurs employés mais aussi contribuent beaucoup moins qu'auparavant à leurs coûts. En apparence, les plus grands plans DB, ceux qui ont plus de 10 000 participants, n'ont pas été affectés par cette évolution vers les plans DC ; la plupart des plans DB arrêtés étant de petite taille. Le nombre des plans DB (à un seul employeur) ayant plus de 10 000 participants est passé de 349 en 1985 à 544 en 1998 [PBGC, 1998, p. 37]. En fait, ces chiffres cachent une évolution considérable dans ces plans, une partie croissante d'entre eux transformant leur solde excédentaire en cash. L'entreprise convertit alors ses engagements en matière de retraites en argent comptant pour chaque employé couvert. Cette somme d'argent est placée sur un compte individuel et le paiement de la retraite est ensuite géré comme si le plan était un plan DC, avec néanmoins une différence importante : l'entreprise garantit un rendement annuel déterminé à ces comptes, d'habitude égal au taux de rendement des obligations du Trésor. Bien que les employeurs continuent de garantir un rendement annuel minimum sur les actifs, il est clair que les risques pour le salarié augmentent dans ce nouveau

régime (désigné ci-après comme plan « *cash balance* »). Pour certains employés le rendement attendu de leur retraite est aussi considérablement réduit. Le problème de fond concernant ces plans *cash balance* était bien expliqué dans un mémorandum publié par le US Department of Labour (en réponse aux inquiétudes des employeurs qui étaient en train de convertir leurs plans DB en plans *cash balance*) ; le rapport précise que bien que les employeurs « n'aient en général pas le droit de réduire les avantages acquis », ils peuvent « modifier leurs plans pour réduire le rythme de constitution des bénéfices futurs ». [Department of Labour, 1999]. Parce que l'accumulation des bénéfices dans les plans DB surpondère les dernières années d'emploi dans l'entreprise, le passage aux plans *cash balance* pose aussi un problème particulier pour les employés n'ayant pas assez longtemps travaillé dans une entreprise pour accumuler tous les bénéfices qui leur sont dûs dans le plan DB. La possibilité que ces employés perdent une partie de leurs avantages est récemment devenue sujet de controverse publique aux États-Unis quand IBM a annoncé que la plupart de ses employés allaient être transférés de leurs plans DB à un plan *cash balance* à partir du 1^{er} juillet 1999. La déclaration de l'entreprise a suscité une quasi révolte des milliers d'employés d'IBM arguant que leurs avantages seraient réduits de 15 à 50 %. L'entreprise prétendit qu'elle avait besoin d'un plan *cash balance* pour attirer des employés jeunes, mobiles et très qualifiés dans un marché du travail tendu. IBM admit quand même que le transfert diminuerait en moyenne de 20 % les avantages retraite pour les personnes employées dans la compagnie depuis 15 à 24 ans (autour de 45 000 personnes). Elle espérait ainsi économiser 200 millions de dollars par an [Donlan, 1999, p. 62]. Concernant l'impossibilité pour les employés de choisir leur plan, un cadre dirigeant d'IBM fit le commentaire suivant : « il n'y a simplement pas assez d'argent à distribuer pour donner le choix à tout le monde » [« The Pension Revolt », *Time*, 4 octobre 1999, p. 85]. Finalement, devant les protestations des employés, et le lancement d'enquêtes par les agences fédérales, IBM a lâché du lest en doublant le nombre d'employés qui pourraient rester dans l'ancien plan.

Le cas d'IBM a beaucoup attiré l'attention mais, nombre d'autres entreprises sont passées de plans DB à des plans *cash balance* sans publicité. Depuis 1985, date à laquelle la Bank America Corporation a lancé le mouvement, près de 300 entreprises ont opéré cette transformation dont 100 des 500 plus grandes entreprises du classement Fortune [Donlan, 1999, p. 62]. Dans certains cas, les entreprises ont accepté volontairement ce que IBM a fait sous la pression des employés et ont ainsi minimisé les coûts de la transition pour les employés les plus anciens de l'entreprise. D'autres entreprises ont toutefois utilisé la complexité des formules de retraite pour dissimuler les réductions d'avantages et se sont ligüées en un groupe de pression pour lutter contre toute obligation légale de divulguer les estimations individualisées de l'impact des conversions de plans DB en plans *cash balance* [Crenshaw,

A. : « Pension Changes Draw Fire : Bill Would Require Full Disclosures of « Cash Balance » Plans », *The Washington Post*, 18 juillet, 1999, p. H02].

À la fin des années quatre-vingt-dix, il est clair que même les employés qui ont la chance d'être couverts par des plans d'entreprise courent plus de risques pour leur retraite qu'auparavant. Étant donné la croissance continue de l'importance relative des plans DC et autres hybrides comme les plans *cash balance*, il est probable que cette tendance continue. Au surplus, pendant les deux dernières décennies, il y a eu un changement dans les avantages et les coûts des plans de retraites quand les employeurs, de multiples façons, ont réclamé d'un côté de forts rendements sur les portefeuilles dans les plans de retraite à prestations définies, et de l'autre, ont changé les plans DB en plans DC ou *cash balance*. Mais les implications économiques de ces nouveaux plans de retraite vont bien au-delà. La croissance des retraites employeur et leur recomposition a été aussi d'une importance particulière pour l'économie interne des entreprises américaines.

LA MONTÉE DE LA VALEUR ACTIONNARIALE

Une conséquence importante des transformations précédentes a trait au rôle important dans le système financier américain d'aujourd'hui des investisseurs institutionnels, lesquels ont su accompagner la vague de changement structurel qui a donné naissance à une importante et croissante minorité d'Américains vivant plus vieux, touchant leurs retraites plus tôt et accumulant des avoirs financiers, et qui de ce fait sont favorables à des rendements plus élevés pour leurs actifs. À la fin des années quatre-vingt-dix, tous les plans de retraites employeur étaient largement investis en actions ; en 1998, 55,2 % des actifs des portefeuilles des plans de retraite étaient investis dans les actions et 5,2 % dans les fonds communs de placement, dont la plupart sont des fonds d'actions ; 48 % des avoirs des plans DC étaient investis dans les actions et 20,6 % dans les fonds communs de placement [US Board of Governors, 1999, p. 101]. Bien que l'allocation des actifs des plans 401 k dans les années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix suggère que les individus choisissaient plutôt des titres à revenu fixe, la tendance récente est en faveur des actions [Poterba et Wise, 1999]. À partir d'une enquête sur l'allocation des actifs 401 k, l'Employee Benefit Research Institute⁸ et l'Investment Company Institute⁹ ont souligné qu'en 1996 plus des deux tiers des actifs des plans étaient investis directement ou indirectement dans des actions [Van Derhei, Galer, Quick, et Rea, 1999, p. 2]¹⁰.

8. L'Employee Benefit Research Institute est une organisation, sans but lucratif, de recherche sur les politiques publiques.

9. L'Investment Company Institute est l'association nationale des organismes américains d'investissement

10. Les investissements en actions incluent 19,1% d'investissement direct dans les actions de

Vers la fin des années quatre-vingt-dix, beaucoup de ménages américains dépendaient donc de la bourse pour leur sécurité financière. En moyenne, 41,5 % des avoirs financiers des ménages en 1995 étaient des actions, soit une hausse de 28,6 % par rapport à 1989 [US Department of Commerce, 1998, p. 532]. Pendant cette période les avoirs financiers eux-mêmes sont devenus de plus en plus importants comme base de la richesse des ménages dans l'économie américaine, s'élevant de 27,9 % de tous les avoirs des ménages en 1989 à 34,1 % en 1995 [Kennickell, Starr-McCluer, et Sunden, 1997, p. 6 et 12]. En 1995, 40,3 % des ménages américains possédaient directement ou indirectement des actions alors qu'ils n'étaient encore que 31,6 % en 1989. Des chiffres comparables pour les années plus récentes ne seront pas disponibles avant le début 2000. Une étude beaucoup plus limitée faite par l'ICI et le Securities Industry Association (SIA) suggère, comme c'est généralement le cas dans un marché à la hausse, que la détention d'actions a augmenté dans les dernières années jusqu'à concerner 48,2 % des ménages américains en janvier 1999 [ICI et SIA, 1999, p. 13].

Du point de vue du contrôle des entreprises, la conséquence la plus importante de cette évolution a été la pression croissante en faveur de rendements supérieurs des actions. La coïncidence des intérêts des dirigeants des entreprises cotées en bourse et des investisseurs financiers est maintenant considérée comme un élément déterminant du système de gestion des entreprises. Dans une perspective historique, toutefois, l'influence des actionnaires sur l'allocation des ressources des entreprises américaines apparaît comme un phénomène récent. Pendant la plus grande partie du XX^e siècle, les cadres dirigeants des entreprises ont exercé un contrôle non contesté sur l'allocation des ressources. Les actionnaires étaient largement dispersés et avaient peu ou pas d'influence directe sur leurs décisions. Dans le dernier quart du siècle, le changement dans le système de gestion des entreprises américaines a été tout à fait spectaculaire.

Les effets de pressions croissantes de la part des ménages pour accroître les rendements financiers se sont fait sentir d'une façon systématique dans les années quatre-vingt quand les entreprises américaines furent saisies par une vague de restructurations provoquée par une lutte en bourse pour le contrôle capitalistique des entreprises. Dans les années cinquante et 60, il y avait des restrictions légales sur la proportion d'actions que les fonds de pension pouvaient inclure dans leurs portefeuilles. En tant qu'investisseurs en actions et obligations, les fonds communs de placement étaient mieux placés que les autres investisseurs institutionnels, comme les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension, pour rémunérer l'épargne parce qu'ils n'étaient pas soumis aux mêmes réglementations restrictives sur le type d'investissement qu'ils pouvaient faire. De plus, même sans la concurrence des fonds communs de placement, les conditions inflationnistes des

l'entreprise.

années soixante-dix faisaient que, dans le cadre réglementaire existant, les fonds de pension et les compagnies d'assurance ne pouvaient pas offrir aux ménages des rendements réels positifs. Avec la loi ERISA, les fonds de pension eurent le droit d'investir des proportions substantielles de leurs portefeuilles dans des actions et d'autres valeurs risquées comme les obligations à haut risque (« *junk bonds* ») ou les investissements en capital-risque, et non plus seulement dans les actions des entreprises de haute qualité et les obligations publiques comme c'était le cas auparavant.

Les lignes directrices fournies par ERISA pour inciter à la « prudence » dans la gestion des plans de retraite ont joué un rôle de grande importance. Alors que dans le passé, la norme de la conduite prudente devait s'appliquer à chaque investissement fait par l'administrateur d'un plan, les concepteurs d'ERISA, s'inspirant de la sagesse conventionnelle en usage à Wall Street, ont défini la prudence non plus par référence à cette norme mais en considérant le portefeuille d'investissement dans sa totalité. Comme Sass l'a remarqué : « la diversification et la performance du portefeuille dans son ensemble étaient les idées clés. Des investissements « imprudents » en eux-mêmes pouvaient ainsi diminuer le risque global du portefeuille. Les options d'achat et de vente, par exemple, pouvaient encadrer la gestion d'un portefeuille d'actions ; un portefeuille avec des investissements volatiles et des actifs à bas risque pouvait produire un rendement standard tout en diminuant le risque d'ensemble » [Sass, 1997, p. 206]. Les états réagirent aux plaintes selon lesquelles les rendements des fonds de pension publics étaient trop bas pour leur permettre de faire face à leurs obligations ; ils firent disparaître les restrictions qui empêchaient les administrateurs des fonds de faire des investissements à risque.

La scène était prête maintenant pour que les investisseurs institutionnels deviennent les acteurs majeurs du mouvement de rachats hostiles des années quatre-vingt. Les *junk bonds*, c'est-à-dire ces obligations privées et publiques que les agences de notation considéraient comme de mauvaise qualité et présentant un risque supérieur au risque standard, constituèrent un instrument important du mouvement de rachats. La déréglementation financière conduisit en effet les fonds de pension et les compagnies d'assurance d'abord, ensuite les caisses d'épargne (*Savings & Loans*) sur le marché de ces obligations à haut risque. Avec la liquidité ainsi fournie par ces investisseurs, il devint possible de lancer des opérations de rachats hostiles, menaçant même les plus grandes entreprises. Le résultat en fut l'émergence d'un puissant marché pour le contrôle des entreprises.

Ces opérations (OPA) s'achevèrent brutalement à la fin des années quatre-vingt, en partie parce que, après le krach de 1987, les investisseurs devinrent plus préoccupés du risque que représentaient les *junk bonds*. D'autres éléments contribuèrent à ce déclin comme la crise des caisses d'épargne, la mise en prison d'un certain nombre d'acteurs clés de ce marché du contrôle des entreprises et le ralentissement général de l'économie américaine. Ainsi

le marché des *junk bonds* est entré en crise vers la fin 1988. L'effondrement du marché des LBO (*Leverage Buy Out*) a suivi ; la valeur totale des LBO des entreprises cotées a chuté de plus de 60 milliards de dollars en 1988 à moins de 4 milliards de dollars en 1990 [W.T. Grimm, *Mergerstat Review*, 1991]. L'adoption par la plupart des États de dispositions contre les OPA hostiles et d'une série de mesures encadrant toutes les OPA a aussi contribué à mettre fin à cette « décennie des OPA ». La grande majorité des états américains (38 au milieu de 1994) ont passé des lois favorables aux « ayant-droits » (*stakeholders*) qui ont permis, et dans certains cas obligé, les dirigeants d'entreprises à prendre en compte l'effet de leurs décisions sur les autres parties prenantes que les actionnaires, en particulier les salariés, les fournisseurs et les communautés locales.

Après la déroute du marché des *junk bonds*, les investisseurs institutionnels se sont tournés de plus en plus vers le marché des actions comme source de rendements plus élevés. Les fonds de pension privés ont augmenté la part de leurs avoirs financiers allouée au marché des actions de 37 % en 1990 à 51,5 % en 1998¹¹. Les fonds de pension du secteur public et des collectivités locales ont plus que doublé la part des actions dans leur portefeuille, celle-ci passant de 30,6 % en 1990 à 63,4 % en 1998. Les fonds communs de placement ont aussi augmenté la part de leurs portefeuilles investie en actions de 38,3 % en 1990 à 69,5 % en 1998 [US Board of Governors, 1999].

Contrairement à la période durant laquelle l'actionnariat d'une entreprise était fragmenté en centaines de milliers d'investisseurs familiaux, le pouvoir collectif de l'investissement institutionnel donne maintenant à la richesse des ménages des opportunités de rendement plus élevé. Avec leurs avoirs croissants en actions, les investisseurs institutionnels peuvent maintenant faire pression sur les entreprises américaines pour faire prévaloir « l'intérêt des actionnaires ». Le succès de leur stratégie en ce sens, maniant carotte et bâton, a été tel que la « maximisation de la valeur pour l'actionnaire » est devenue un véritable mantra dans l'appréciation des conduites des entreprises.

Le changement dans l'allocation des ressources des entreprises

Conformément au principe de « création de valeur pour l'actionnaire », il y a eu un changement frappant dans l'orientation de la stratégie des dirigeants des entreprises américaines. Dans les décennies d'après guerre les entreprises dominantes aux États-Unis avaient tendance à retenir aussi bien l'argent gagné que le personnel employé. Les surplus ainsi que les provisions pour amortissement du capital constituaient les bases financières de la croissance des entreprises, tandis qu'elles développaient de grandes organisations pour gérer les ressources productives et décider de l'investissement en usines, équipements et personnel [O'Sullivan, 2000, chap. 3 et 4]. Dans le

11. En fait l'investissement des fonds de pension privés en actions est plus important qu'il n'y paraît car ils investissent aussi à travers les fonds mutuels de placement.

nouveau régime, les cadres dirigeants « dégraissent » les entreprises qu'ils contrôlent, en insistant particulièrement sur la réduction du volume d'emploi et en distribuant de grandes quantités de ressources financières aux actionnaires à travers les dividendes et les rachats d'actions destinés à augmenter leur rendement.

Depuis 1980 environ, la plupart des grandes entreprises américaines se sont engagées dans un processus de restructuration de leur main-d'œuvre par des voies qui ont réduit l'offre d'emplois bien payés et bénéficient des contrats à durée indéterminée. Des centaines de milliers d'emplois de cols bleus, stables et bien payés, perdus lors de la récession de 1980-1982, ne sont jamais réapparus. Entre 1979 et 1983, le nombre d'individus employés dans l'économie a augmenté de 377 000 (soit 0,4 %) pendant que l'emploi dans les industries des biens durables – qui a fourni la plupart des emplois à cols bleus – a diminué de 2 023 000 unités, soit 15,9 % [US Congress, 1992, p. 344]. Le milieu des années quatre-vingt, a vu des centaines de fermeture de grandes usines. Entre 1983 et 1987, 4,6 millions d'employés ont perdu leurs emplois, dont 40 % dans le secteur manufacturier [Hertz, 1990, p. 23 ; plus généralement, voir Stadohar et Brown, 1987 ; Patch, 1995]. L'élimination de ces emplois de cols bleus, bien payés et stables, transparait dans le déclin de la proportion de la main-d'œuvre manufacturière syndicalisée : de 47,4 % en 1970 à 27,8 % en 1983 et 18,2 % en 1994 [US Dept. of Commerce, 1975, p. 375 ; 1995, p. 444 ; US Bureau of the Census, 1976, p. 137].

Ce ne sont pas seulement les employés à cols bleus qui ont été touchés par la préférence accrue des dirigeants pour le dégraissage des effectifs pendant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. La récession de l'emploi des « cols blancs » au début des années quatre-vingt-dix a vu également l'élimination de dizaines de milliers d'employés professionnels, administratifs et techniques – des salariés qui étaient jusque-là souvent considérés comme associés au « management ». Dans cette récession, ce sont les employés à cols bleus qui ont connu le plus fort taux de licenciements.

Au final, les pertes d'emplois dans la première partie des années quatre-vingt-dix furent encore plus élevées que dans les années quatre-vingt ; pendant la première moitié, le taux de perte d'emploi s'éleva jusqu'à 14 %, c'est-à-dire plus que le taux déjà conséquent d'environ 10 % des années quatre-vingt. Le taux de pertes d'emploi pour 1981-1983, une période de marché du travail déprimé, avoisinait les 13 %. Quand le marché du travail s'est tendu au milieu des années quatre-vingt, ce taux a baissé. Quand l'économie est entrée en récession à partir de 1989, il a augmenté de nouveau jusqu'à rejoindre le taux de la récession du début des années quatre-vingt, bien que la récession de la fin des années quatre-vingt ait été beaucoup plus modérée. De plus, même quand l'économie s'est redressée à partir de 1991, le taux de pertes d'emploi est monté plus haut encore, une tendance qui a continué jusqu'en 1995, malgré une reprise de la croissance [Farber,

1997]. Lors du « boom » de 1998 le nombre des réductions d'emploi par les grandes entreprises américaines a même été plus élevé que dans toutes les autres années de la décennie quatre-vingt-dix [Challenger, Gray et Christmas].

Au palmares des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix on trouve beaucoup des plus grandes entreprises américaines. Pendant les décennies suivant la deuxième guerre mondiale, les fondements du développement économique des États-Unis reposaient sur la volonté et la capacité des grandes entreprises industrielles à allouer leurs immenses ressources financières aux investissements qui créaient les emplois de qualité que beaucoup d'Américains considéraient comme allant de soi. En 1969, les 50 compagnies américaines les plus grandes par leur chiffre d'affaire employaient directement 6,4 millions de personnes, l'équivalent de 7,5 % de la main-d'œuvre civile. En 1991, ces entreprises n'employaient plus que 5,2 millions de personnes, l'équivalent de 4,2 % de la main-d'œuvre [Lazonick et O'Sullivan, 1997, p. 3]. Et depuis 1991 le dégraissage de ces entreprises a continué au même rythme. Au début des années quatre-vingt-dix, même les entreprises connues pour leurs engagements à ne pas licencier – comme IBM, DEC, Delta – ont fait l'expérience de dégraissages considérables et de licenciements de travailleurs manuels et intellectuels [Weinstein et Kochan 1995, p. 16].

L'*American Management Association* (AMA) fait chaque année une enquête sur les licenciements des plus grandes entreprises. Une conclusion frappante de ces enquêtes est que la réduction d'emplois et, corrélativement, la baisse considérable des effectifs, ont continué dans les entreprises américaines, conduisant à une malgré l'amélioration de la conjoncture économique dans les années quatre-vingt-dix. De plus, malgré la baisse depuis 1994-1995 de la proportion d'entreprises signalant une réduction d'emplois, les informations les plus récentes (de Challenger, Gray et Christmas) sur les licenciements annoncés par les grandes entreprises suggèrent qu'une autre vague de licenciements se profile actuellement. L'enquête de l'AMA montre que la diminution des emplois est beaucoup plus marquée chez les grands employeurs que chez les plus petits. Presque 60 % des entreprises qui employaient plus de 10 000 personnes ont licencié une partie de leur main-d'œuvre en 1996-1997 (American Management Association Surveys, plusieurs années).

Chez les dirigeants d'entreprise cet objectif de diminution des effectifs pendant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix a été de pair chez les dirigeants d'entreprise avec une répartition des revenus visant à soutenir le cours des actions de leurs compagnies. Pendant les années cinquante, soixante et soixante-dix, les ratios des dividendes versés rapportés aux profits après impôt variaient d'un niveau bas de 37,2 % en 1966 (lorsque les dividendes versés ne suivaient pas la hausse des profits) à un niveau haut de 53 % en 1974 (lorsque les profits ont chuté de 19 % alors que les dividendes montaient de 8 %). Mais en moyenne mobile sur cinq ans pendant ces trois

décennies, le ratio des dividendes aux profits nets est resté remarquablement stable, ne montant jamais au-dessus 45,9 % (1970-1974) et ne tombant jamais en dessous de 38,8 % (1975-1979). La stabilité est encore plus grande avec des moyennes mobiles sur dix ans – 47,9 % pour les années 1950, 42,4 % pour les années 1960 et 42,3 % pour les années 1970. Ces ratios étaient élevés par rapport aux normes internationales, montrant à quel point les entreprises américaines rémunéraient les actions, avant même la montée des investisseurs institutionnels.

En comparaison avec les années soixante et soixante-dix, les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix ont vu une nette hausse des mêmes ratios. En 1980, quand les profits ont baissé de 17 % (la plus grande baisse depuis les années trente), les dividendes ont augmenté de 13 %, et le ratio est monté en flèche, de 15 points, à 57 %. Après cela, de 1980 jusqu'en 1997, le même ratio n'est descendu que deux fois en dessous de 45 %, en 1984 et 1985, et non à cause d'une baisse des dividendes mais parce que l'augmentation des dividendes n'a pas suivi celle des profits. Il n'y a pas de période de cinq ans entre 1980 et 1997 où le ratio dividendes/profits n'ait atteint au moins 47 %, et sur les 18 années la moyenne est de 50 % [O'Sullivan, 2000, Tableau 6,4 ; US Congress, 1988, p. 43].

Par ailleurs, depuis le milieu des années quatre-vingt, les augmentations de dividendes ne sont pas le seul moyen pour les entreprises de distribuer du profit aux actionnaires. Auparavant les années 1980, pendant un « boom » de la bourse, les entreprises émettaient souvent leurs actions à prix forts sur le marché pour réduire leurs dettes ou soutenir la trésorerie de l'entreprise. En général, bien que les émissions d'actions n'aient jamais été une source importante de financement du développement des capacités de production, les entreprises américaines avaient tendance à émettre plus d'actions qu'elles n'en rachetaient. Pendant les années 1980, l'émission nette d'actions a été négative pendant plusieurs années, suite à des rachats d'actions.

En 1985, quand la totalité des dividendes versés s'est élevée à 84 milliards de dollars, les rachats d'actions se sont élevés à 20 milliards, ce qui, au total, a augmenté le ratio effectif dividendes/profits de moins de 40 % à 50 %. Dans le trimestre suivant le krach de 1987, les entreprises américaines ont annoncé 777 rachats [« The Buyback Monster » *Forbes*, 17 novembre 1997]. En 1989, quand les dividendes se sont montés à 134,4 milliards de dollars, les rachats d'actions se sont élevés à plus de 60 milliards de dollars, augmentant le ratio de rémunération des actionnaires à plus de 81 %. Avec presque 70 milliards de dollars de rachats d'actions en 1994, le taux de rémunération des actionnaires se situe autour de 66 %. En 1996, les rachats d'actions se montent à 116 milliards de dollars, pour un ratio effectif de 72 % [« The Hidden Meaning of Stock Buybacks, » *Fortune*, septembre 1997]. Bien que chaque année les plans de rachats annoncés aient tendance à être inférieurs aux rachats réels, le niveau élevé continu des plans de rachats annoncés depuis 1996 suggère que les entreprises continuent à

considérer les rachats comme un bon usage de leur *cash flow* ; les entreprises ont annoncé des plans de rachat de 177 milliards de dollars en 1996, de 181 milliards de dollars en 1997 et 207 milliards de dollars en 1998 (Securities Data Company).

Pour beaucoup de grandes entreprises les rachats sont maintenant devenus un mode de distribution des revenus systématique et les montants concernés sont considérables. General Electric en donne un bon exemple. De 1994 à 1998, ses dividendes ont cru de 84 % (à comparer à 29 % pour l'ensemble des entreprises, S & P) et la valeur cumulée du *cash flow* dépensé en rachats d'actions s'est élevée à 14,6 milliards de dollars, tandis que les dividendes versés s'élevaient à 15,6 milliards de dollars. Ces deux sorties d'argent représentent 74,4 % du *cash flow* dégagé par les activités productives de GE de 1994 à 1998. Malgré les sommes énormes que l'entreprise a dépensées pour ces rachats, en décembre 1997 le conseil d'administration de GE a augmenté le plafond autorisé des rachats de ses propres actions à 17 milliards de dollars ! [GE 10K, 1998]. Ce n'est pas une coïncidence si depuis 1981, date de l'arrivée de Jack Welch, l'actuel PDG, GE a donné le ton en matière de réduction d'effectifs !

Un changement dans la localisation du contrôle des entreprises ?

L'exercice du contrôle de l'entreprise aux États-Unis a manifestement considérablement changé dans les dernières années. L'importance des investisseurs institutionnels et surtout de leurs mandants, détenteurs ultimes des actions, ont certainement donné une légitimité nouvelle au critère de la valeur actionnariale dans la gestion des entreprises. Il est moins évident que le lieu de contrôle des entreprises se soit fondamentalement déplacé. Certains commentateurs ont pris la montée de l'activisme des investisseurs institutionnels comme preuve que les fonds de pension et les fonds communs de placement ont fait basculer le centre du pouvoir des compagnies américaines. Par exemple, dans un article récent intitulé « From Wall Street Walk to Wall Street Talk », Jayne Zanglein, un juriste, a prétendu que « quand les fonds de pension parlent, les entreprises américaines écoutent. Les entreprises américaines étrangères ne peuvent plus considérer les fonds de pension comme des taons bruyants et agaçants. L'argent parle, et avec des actifs de 5,7 trillions de dollars, les fonds de pension ont barre sur l'agenda » [Zanglein, 1998, p. 122]. Mais l'analyse des limites du pouvoir des investisseurs institutionnels suggère qu'ils sont loin de contrôler l'allocation des ressources des entreprises aux États-Unis.

Le début de l'activisme des investisseurs institutionnels est apparu au milieu des années 1980 quand plusieurs investisseurs institutionnels, menés par le *California State Public Employment Retirement System* (CalPERS), a commencé à prendre une position plus agressive vis-à-vis des dirigeants d'entreprises et des mandats qui leur étaient confiés. La tentative de rachat

de Texaco par les frères Bass en 1984, et la prise de contrôle des prédateurs par Texaco qui s'est ensuivie en effet au prix d'une prime considérable par rapport au prix de marché, a poussé Jesse Unruh, le Trésorier de l'État de Californie et membre du conseil d'administration de CalPERS à agir. Les fonds de pension de l'État de Californie détenaient en effet des quantités considérables d'actions de Texaco, et Unruh était choqué de ne pas avoir son mot à dire sur la décision des dirigeants de cette entreprise de rémunérer une catégorie d'actionnaire différemment des autres [Monks et Minow, 1991, p. 212-213]. Pour remédier à ce qu'il considérait comme une situation intenable, Unruh a alors développé un nouveau style d'activisme et fondé le Council of Institutional Investors (CII) pour encourager les autres investisseurs à suivre ce mouvement. La plupart des membres cofondateurs du CII avaient la responsabilité de fonds de pension publics, et ce sont dans les fonds publics qui ont joué le rôle le plus important pour lancer l'activisme des investisseurs institutionnels.

Au début les efforts du CII ont porté sur l'élimination des barrières à l'entrée sur le marché du contrôle des entreprises en parrainant les résolutions des actionnaires proposant de réduire les « pilules empoisonnées », les clauses secrètes et les fortes indemnités de départ des dirigeants ainsi qu'en faisant pression pour que les entreprises n'adhèrent pas aux statuts anti-OPA proposés par les États. Leurs efforts ont assez bien réussi ; le soutien des actionnaires pour les propositions éliminant les pilules empoisonnées, par exemple, a augmenté de 29,5 % en 1987 à presque 48 % en 1989 avant de diminuer quelque peu au début des années quatre-vingt-dix. Malgré leur succès, CalPERS et les autres investisseurs institutionnels activistes ont compris qu'en visant trop étroitement les mesures anti-OPA, ils donnaient aux dirigeants des entreprises une grande latitude pour les contrer. À la fin des années quatre-vingt donc, l'objectif de cet activisme s'est élargi des dispositifs anti-rachat aux structures des relations entre actionnaires et dirigeants en général. CalPERS a commencé à publier annuellement une liste des entreprises qu'il viserait dans ses campagnes en faveur d'une réforme de la gestion des entreprises. Au début des années quatre-vingt-dix, ce fonds a joué un rôle central dans les renvois sans précédent des PDG de certaines des grandes entreprises américaines dont GM, IBM, Westinghouse, et American Express.

Toutefois, malgré ces changements, les investisseurs institutionnels sont loin de contrôler l'allocation des ressources des entreprises, même aux États-Unis. Pourquoi ? D'abord, parce que les ambitions de la plupart des investisseurs institutionnels de transformer le système américain de gestion des entreprises sont loin d'être radicales. Les investisseurs institutionnels activistes ont eu tendance à avoir un point de vue étroit sur ce que peut être une bonne gestion des entreprises. CalPERS, par exemple, vise surtout le conseil d'administration et sa relation avec les dirigeants de l'entreprise. En particulier, le fonds fait pression pour rendre les membres du conseil

d'administration indépendants de la direction et accroître leur surveillance de cette direction. Il recommande entre autres la nomination de présidents du conseil d'administration indépendants, la fin de l'échelonnement du renouvellement des conseils (permettant ainsi de changer la totalité du conseil en une seule fois), et l'institution de comités pour déterminer les rémunérations des cadres dirigeants. De plus, en choisissant les entreprises sur lesquelles faire porter son effort, CalPERS a retenu des cibles de plus en plus faciles au cours du temps. Alors que dans les premiers temps, le fonds avait visé des entreprises, financièrement fortes ou faibles, mais qui violaient les normes du comportement managérial qu'il préconisait, il a de plus en plus tourné son attention vers des entreprises qui connaissaient à l'évidence des problèmes de performance, au vu de leurs résultats financiers sur les cinq dernières années ; selon les termes de Dale Hanson, PDG de CalPERS à partir de 1987 : « vous n'allez pas me voir essayant de fourrer mon nez chez Merck ou GE ou Home Depot, parce que ces gens ont très bien travaillé. On s'en fout si leurs modalités de vote sont assez confidentielles. » [*Fortune*, 15 juin 1992, p. 92].

Une seconde limite de l'influence des investisseurs institutionnels activistes tient au fait que, malgré l'audience que les organisations comme CalPERS ont obtenue, elles restent minoritaires quand il est question de harceler les dirigeants et les conseils d'administration. À part une poignée de fonds de pension, la plupart des investisseurs institutionnels ont montré peu d'intérêt pour les stratégies activistes. La principale raison de cet état de fait tient au coût élevé de l'activisme et à ce que son efficacité à créer de la valeur reste très controversée. Comme Barry Rehfeld l'explique dans un article récent : « *En fait, il y a peu de preuve que CalPERS – ou n'importe quel actionnaire activiste – ait eu un impact positif sur la valeur des actions des entreprises visées. Des propositions tactiques conventionnelles pour éliminer les pilules empoisonnées, l'échelonnement des élections au conseil, pour instituer les votes à bulletin secret, interdire le cumul des postes de président exécutif et président du conseil d'administration, ou encore lier la rémunération des PDG à leurs performances et insister sur l'indépendance des directeurs, ne peuvent avoir un impact direct que sur la structure des conseils d'administration. Mais parce que ces efforts n'arrivent pas à traiter les problèmes sous-jacents, responsables de la baisse des cours, le type d'activisme à la CalPERS a souvent pour effet que de réorganiser la disposition des fauteuils de pont sur le Titanic* » [Barry Rehfeld, « Low-Cal CalPERS, » *Institutional Investor*, mars 1997].

Les faits en matière d'activisme institutionnel suggèrent que cette conclusion est générale. Bernard Black, un juriste lui-même avocat « des revendications des investisseurs institutionnels » au début des années 1990, a conclu récemment : « *Il est difficile d'être contre l'activisme des investisseurs institutionnels, même contre l'activisme mineur pratiqué par les institutions américaines. Mais est-ce que cet activisme mesuré est vraiment important ?*

Est-ce qu'il influence la performance de base ? Les études sur cette question commencent à s'accumuler. En général, elles n'offrent pas de résultat concluant quant à l'influence de l'activisme des actionnaires sur la performance de base. Certes, il n'est pas facile de discerner un tel effet. L'activisme institutionnel peut avoir un effet économiquement significatif, mais encore dissimulé par le bruit des autres facteurs influençant la performance. Cela étant, l'absence de preuve suggère que l'activisme n'a pas un effet majeur sur la performance des entreprises » [Black, 1998, p. 462 ; pour une perspective alternative, voir Del Guercio et Hawkins, 1999].

Par ailleurs, la plupart des investisseurs institutionnels font tourner leurs portefeuilles d'actions beaucoup plus vite que les fonds publics de pension (voir tableau 3) et manquent ainsi de motivations fortes pour s'impliquer en faveur de changements fondamentaux dans l'allocation des ressources des entreprises. Quand les institutions comme les fonds communs de placement ont essayé d'influencer les stratégies des entreprises en s'opposant avec leur pouvoir de vote aux dirigeants, ils ont eu tendance à rechercher des résultats rapides comme en cas de fusions. Comme le dit Robert Pozen, avocat général et PDG de Fidelity Investments : « *Le cas d'activisme le plus typique est celui où nous croyons que le prix d'une entreprise dans une fusion, une acquisition, ou une offre est trop bas. Si nous pouvons faire augmenter le prix, ceci va directement profiter à nos clients. À l'autre bout de la chaîne nous avons des arbitrages à rendre pour savoir si nous devrions avoir un président du conseil d'administration qui soit aussi un président exécutif, ou un président à temps partiel, ou un président extérieur. À notre avis, ceci est une complication procédurale qui ne contribue pas systématiquement à créer de la valeur, même si cela peut arriver dans certains cas particuliers* » [Fortune, 8 mars 1993 ; voir aussi Pozen, 1994]. Aussi désobligeants soient-ils pour les efforts des fonds de pension publics, les propos de Pozen ne suggèrent guère que ce que Fidelity Investments et les autres activistes de son genre ont en tête se rapproche de l'idée de développement et de meilleure utilisation des ressources productives.

**TABEAU 3 - TAUX DE RENOUVELLEMENT DU PORTEFEUILLE D' ACTIONS
PAR TYPE D' INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL**

(Pourcentages)

Type*	1993	1995	1997
Fonds de pension des entreprises	33.2	24.8	36.3
Fonds de pension publics	13.3	20.7	19.3
Gérants de fonds mutuels de placement	48.2	42.3	42.5
Gérants de liquidités	56.7	59.2	53.0
Compagnies d' assurances	53.6	46.4	34.3
Banques	24.3	25.3	29.9

* moyenne pondérée de toutes les institutions (pondérées par la valeur de leurs portefeuilles).

Source : Conference Board, 1998, p. 11.

Le seul groupe d'investisseurs institutionnels chez qui on aurait pu attendre plus d'activisme, étant donné que le renouvellement de leur portefeuille d'actions y est beaucoup plus faible que la moyenne, presque aussi bas que celui des fonds de pension publics, sont les plans de retraite des entreprises. Mais les administrateurs de ces plans ont montré peu d'intérêt pour croiser le fer avec les dirigeants d'entreprises. Ils sont généralement considérés comme étant dans la poche de ces dirigeants qui ont peu envie d'encourager leurs fonds de pension à causer des problèmes aux assemblées générales des autres entreprises, étant donné la possibilité de représailles si les autres dirigeants encouragent le même comportement¹².

Une autre contrainte pesant sur l'ampleur et l'effet de l'activisme des investisseurs tient à la protection continue que donne la loi américaine au pouvoir de la direction sur l'allocation des ressources de l'entreprise. Le système légal qui s'est développé aux États-Unis pour faciliter et réglementer l'entreprise a été profondément influencé par la séparation historique entre le droit de propriété et le contrôle. Les dirigeants des entreprises ont continué à utiliser habilement la protection que le système légal leur offre pour éviter toute ingérence des actionnaires dans ce processus de décision. Les règles qui fixent les sujets qui peuvent être débattus en assemblée générale par procuration « *proxy proposal* » sont ici d'une importance particulière.

Les actionnaires soumettent généralement des propositions par procuration en fonction de la Règle 14a-8. Si la proposition est acceptée, l'actionnaire a le droit de l'inclure, avec une argumentation de soutien de 500 mots, dans la déclaration d'ordre du jour distribuée par l'entreprise à ses actionnaires avant la réunion annuelle. Mais l'entreprise peut exclure une proposition d'actionnaire de l'ordre du jour si elle contredit certaines obliga-

12. Il y a eu toutefois des tentatives de réglementation pour encourager une telle évolution.

tions procédurales et substantielles édictées par la SEC. La base la plus importante pour exclure les propositions est la règle 14a-8 (c) (7) de la SEC qui exclut toute proposition « traitant d'un sujet relatif à la conduite des opérations courantes de l'entreprise ». La règle des opérations ordinaires a été adoptée par le SEC au début des années 1950 « *pour restreindre la résolution de questions courantes au conseil d'administration et placer de telles questions en dehors de la compétence et de la décision des actionnaires* » comme l'expliquait le Président de la SEC de l'époque. Celui-ci considérait qu'il est « manifestement impossible dans la plupart des cas pour les actionnaires de trancher des problèmes de gestion en assemblée générale. » [Déclaration de J. Sinclair Armstrong au Subcommittee on Banking and Currency, 1957, cité dans Whitman, 1997, p. 28]. Les opérations ordinaires d'une entreprise sont donc considérées comme étant du domaine de compétence de son PDG et non des actionnaires.

La règle des « opérations ordinaires » a également constitué une barrière importante aux efforts des syndicats pour utiliser le « capital » détenu par les travailleurs comme une arme pour forcer les dirigeants des entreprises à discuter de questions touchant au bien-être des salariés. La puissance de cette règle qui exclut pratiquement toute discussion sur ces questions ressort avec évidence du résumé récent que donne la SEC de la politique qui sous-tend les critères substantiels de détermination des opérations courantes : « *La politique qui sous-tend la clause d'exclusion pour opérations courantes repose sur deux considérations centrales. La première concerne le sujet de la proposition. Certaines tâches sont si fondamentales pour diriger une entreprise au quotidien qu'elles ne pourraient pas, sur un plan pratique, être contrôlées par des actionnaires. Les exemples incluent la gestion de la main-d'œuvre, c'est-à-dire l'emploi, la promotion, et le licenciement des employés, ou encore les décisions portant sur la qualité et la quantité de la production, et le choix des fournisseurs. Cependant les propositions relatives à des questions précises de politique sociale (par exemple des questions de discrimination) ne pourraient pas être exclues, car elles déborderaient le champ des affaires quotidiennes et soulèveraient des questions importantes de politique qui concerneraient à juste titre les actionnaires. La deuxième considération concerne le degré auquel la proposition cherche à s'immiscer dans la gestion de l'entreprise en creusant trop profondément des sujets d'un caractère complexe sur lesquels les actionnaires, comme groupe, ne seraient pas en mesure de produire un jugement informé. Cette considération pourrait entrer en jeu en plusieurs circonstances, quand par exemple la proposition comprend des détails compliqués, ou cherche à imposer un cadre temporel ou des méthodes pour mettre en œuvre des politiques complexes* » [SEC, *Amendments to Rules on Shareholder Proposals*, 17 C.F.R. Part 240, Release N° 34-40018].

La mise au point de la SEC équivaut à une réaffirmation de ce que, malgré la résurgence de la notion de démocratie actionnariale aux États-Unis, le

système de gestion des entreprises américaines préserve toujours le droit à gérer des dirigeants. Sans aucune information sur les opérations ordinaires autre que celle fournie en faible quantité dans les rapports annuels et les formulaires 10-Ks des entreprises, les investisseurs institutionnels, quels que soient leurs intérêts, ne peuvent avoir que peu d'influence sur la façon dont les entreprises allouent les ressources.

Il y a toutefois des exceptions à la règle selon laquelle les opérations courantes sont du domaine des PDG plutôt que des actionnaires. Quand les opérations courantes de l'entreprise concernent des questions importantes de politique sociale, on vient de le voir, il est possible que les propositions des actionnaires ne soient pas rejetées en vertu de la règle 14a-8 (c) (7). La SEC a changé plusieurs fois de doctrine à propos de ce qui constitue une question pertinente de politique sociale. Ainsi, la SEC a d'abord pensé que la rémunération des dirigeants était une question à exclure au nom de la règle des opérations courantes. Mais en février 1992, elle a demandé que les entreprises incluent les résolutions non contraignantes des actionnaires sur la rémunération des PDG. De plus, pour favoriser des débats bien informés sur cette question, la Commission a imposé aux entreprises des règles de publicité sur les rémunérations de leurs plus hauts dirigeants [« Shareholder groups cheer SEC's moves on disclosure of executive compensation », *Wall Street Journal*, 14 février 1992].

La SEC est aussi revenue sur des décisions qui excluaient originellement des propositions relatives aux « parachutes dorés », aux produits à base de tabac et aux fermetures d'usines [Transamerica Corp, 10 janvier 1990 ; Philip Morris Companies, Inc., 13 février 1990 ; Pacific Telesis Group ; 2 février 1989]. En effet, ces dernières années, la SEC a été soumise aux pressions grandissantes de quelques investisseurs institutionnels et de groupes religieux pour inclure des résolutions relatives aux pratiques d'emploi dans les propositions soumises aux votes des actionnaires. Ces actionnaires activistes ont prétendu que la publicité négative ou les procès par exemple, provoqués par certaines pratiques discriminatoires ou abusives en matière d'emploi pouvaient entamer la réputation d'une entreprise et, donc, avoir un effet négatif sur son résultat. La SEC a notamment été fortement attaquée quand, en 1992, elle a permis à Cracker Barrel, une chaîne de restaurants, d'exclure les propositions des actionnaires critiquant ses politiques d'embauche sexistes. Par sa décision dans le cas Cracker Barrel, elle avait effectivement établi une règle qui permettait aux entreprises d'exclure toutes les résolutions portant sur les pratiques d'emploi en tant qu'opérations ordinaires. Dans sa lettre de refus d'intervention de 1992, la SEC soulignait à Cracker Barrel que : « le fait qu'une proposition des actionnaires concernant les politiques d'emploi d'une entreprise et sa gestion de la main-d'œuvre soit liée à une question sociale ne sera plus considérée comme permettant à cette proposition d'échapper au domaine des opérations ordinaires. La recevabilité de telles propositions sera plutôt réglée en fonction des implications en ter-

mes d'emploi de la proposition » [Cracker Barrel Old Country Stores, Inc., SEC No-Action Letter, 1992, WL 289095 (SEC), 13 octobre 1992 ; cité en SEC, *Amendments to Rules on Shareholder Proposals*, 17 C.F.R. Part 240, Release n° 34-40018]. Quelques investisseurs institutionnels, menés par le *New York City Employee's Retirement System*, ont alors poursuivi la SEC en justice. Ils ont gagné en première instance mais la décision fut invalidée en appel [Brossman et Tatman, 1988]. En mai 1998 néanmoins la SEC a introduit plusieurs amendements aux règles relatives aux résolutions des actionnaires, y compris un amendement revenant sur la décision Cracker Barrel. Les propositions des actionnaires concernant les pratiques d'emploi qui soulevaient des questions importantes de politique sociale ne seront, donc plus exclues automatiquement. La SEC va évaluer désormais au cas par cas une proposition relève ou non des opérations ordinaires.

Les débats sur la recevabilité des résolutions des actionnaires vont sans doute se poursuivre. La SEC reconnaît qu'elle doit prendre en compte des « opinions sociales changeantes » (visant par là les opinions des actionnaires en ces matières). Mais bien que le mandat de la SEC soit de protéger les intérêts des investisseurs, elle cherche à équilibrer leurs demandes avec celles des dirigeants d'entreprises. Aussi, une réelle extension des questions dont peuvent se saisir les actionnaires impliquera une bataille certainement longue et intense.

Si les cadres dirigeants détiennent toujours un pouvoir considérable dans la gestion des entreprises aux États-Unis, leurs motivations ont néanmoins profondément changé pendant les dernières années. La pression croissante pour la liquidité financière dans l'économie américaine leur a donné une opportunité pour s'enrichir au nom du principe sacré de la création de valeur. Et les cadres dirigeants ont si bien réussi à s'en saisir qu'ils ont séparé leur sort de celui du reste de la population active d'une façon encore inégalée. Ils ont réussi à obtenir des taux de croissance réels de leur rémunération qui laissent le reste de la main-d'œuvre américaine dans l'ombre. En moyenne, la rémunération des PDG des grandes entreprises est passée d'un ratio de 44 fois le salaire ouvrier moyen en 1965, un multiple déjà substantiel, à 419 fois en 1998 [*Business Week*, 19 avril 1999]. Les actions réservées au personnel, essentiellement dirigeant, représentent 13 % du total de la capitalisation des 200 principales entreprises américaines. On comprend alors que la proposition du Bureau des normes de comptabilité financière d'intégrer les stock-options dans les coûts salariaux des entreprises a provoqué un tir de barrage des dirigeants ; en 1996 elle aurait transformé en pertes les énormes bénéfices de Microsoft et Intel. En fait c'est avec la coopération active des principaux dirigeants d'entreprise que la valeur actionnariale est devenue, dans les années quatre-vingt-dix, un principe bien enraciné de la gestion des entreprises américaines.

Ce qui a rendu possible ce changement majeur dans les motivations des dirigeants des entreprises ne tient pas seulement à la pression des marchés

financiers des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, mais aussi au fait que celle-ci s'est exercée au moment où les entreprises faisaient face à des défis sans précédent du côté de la production. L'expansion en termes d'échelle et de gamme des activités des entreprises dans les années cinquante et soixante a encouragé une séparation stratégique entre les dirigeants et leurs organisations. Au même moment, les capacités innovatrices des concurrents internationaux ont fait qu'il était plus difficile de maintenir les niveaux d'emploi des entreprises sans modifier radicalement les capacités productives de la plupart des employés.

Dans ces conditions, les dirigeants des entreprises américaines se sont trouvés à la croisée de chemins : ils pouvaient soit trouver la voie de nouveaux gains de productivité par réinvestissement du surplus et autofinancement, soit capituler face au nouvel environnement et s'adonner au dégraisage. Pendant presque deux décennies, les entreprises les unes après les autres ont choisi la dernière option, en même temps que de plus en plus de dirigeants alignaient leurs intérêts personnels sur les intérêts financiers extérieurs à l'entreprise, plutôt que sur ceux des organisations productives dont ils avaient le contrôle. Ce faisant, ces derniers invoquèrent l'ampleur des défis auxquels étaient confrontées les entreprises productives afin de légitimer leur affirmation que le vieux système du réinvestissement et de l'autofinancement n'était plus viable.

Les défenseurs d'une gestion maximisant la valeur actionnariale légitiment également les efforts des dirigeants pour convertir leur succès en tant qu'organiseurs en une auto-attribution de substantiels paquets d'actions. Toutefois ceux-ci ont gardé suffisamment le contrôle des processus de décision dans l'entreprise pour aménager à leur guise la formule de « rémunération des résultats ». Malgré tout le pieux discours sur la proportionnalité des risques aux bénéfices, la plupart des stock-options accordés aux dirigeants bénéficient de garanties de prix de réalisation. Si les cours montent de façon importante au-dessus de ce prix de réalisation, les dirigeants sont récompensés même si cette montée du prix n'a rien à voir avec leur action et ne reflète que les tendances haussières du marché (comme cela a été le cas ces dernières années) et/ou le boom d'un secteur d'activité. Comme l'écrivait la revue *Fortune* dans un article récent sur la rémunération des dirigeants : « le vieux cliché sur « le génie du marché haussier » explique bien ce qui se passe – des gens de Wall Street qui sont là où il faut quand il faut, des dirigeants d'entreprises qui empochent des salaires au-dessus de la moyenne pendant que leurs entreprises font moins bien que la moyenne de leur secteur » [*Fortune*, 7 septembre 1998, p. 63]. Il y a eu des demandes pour évaluer les performances relatives des dirigeants et garantir que ceux-ci ne soient récompensés que pour la performance boursière des entreprises qu'ils gèrent. Par exemple, on a suggéré que le prix de réalisation de leurs stock-options soit lié aux indices tels que le S & P 500 et/ou un indice constitué d'entreprises similaires. Mais ce sont généralement les universitaires qui se préoccupent le

plus de ces « subtilités ». Les investisseurs institutionnels, à certaines notables exceptions près comme le State of Wisconsin Investment Board, n'ont manifesté qu'un intérêt discret pour savoir s'il existe ou non des justifications économiques de la rémunération des cadres dirigeants. Tant que pour eux aussi la fête continue, il semble qu'ils aient peu envie de se confronter à d'autres convives.

LE SOCIALISME DES FONDS DE PENSION, OU « PLUS ÇA CHANGE... »

Quels effets tout cela a-t-il sur l'allocation des ressources des entreprises et les rendements des plans de retraites employeur ? Au vu de l'analyse menée ci-dessus, il semble raisonnable de conclure que malgré leurs succès, les investisseurs institutionnels sont encore loin de transformer le capitalisme managérial américain en un capitalisme d'investisseurs institutionnels (pour ne pas parler de socialisme). Le succès limité de la contestation du pouvoir de contrôle des dirigeants d'entreprise est lié aux objectifs limités des investisseurs institutionnels activistes, au manque d'intérêt parmi la majorité des investisseurs pour la gestion de l'entreprise et aux barrières élevées dressées par le système juridique américain contre toute ingérence externe dans le processus de décision des entreprises.

Résultat, aucune des questions fondamentales qui déterminent la relation entre un système de gestion et la performance économique des entreprises – Qui devrait exercer le contrôle sur l'allocation des ressources de l'entreprise ? Quelles sortes d'investissements faudrait-il faire et comment les rendements de ces investissements devraient-ils être distribués ? – n'a constitué un élément sérieux du débat sur la « *corporate governance* » qu'ont essayé de lancer les investisseurs institutionnels activistes. Il est bien sûr douteux que la plupart des investisseurs institutionnels aient eu la compétence nécessaire pour faire plus que s'inquiéter des questions de « procédure » ou entretenir les rouages du marché des fusions, étant donné qu'ils sont complètement cantonnés à l'extérieur du processus par lequel les entreprises développent et utilisent leurs ressources. Les dirigeants d'entreprises n'ont pas été longs à montrer les limites de la compréhension qu'ont ces investisseurs institutionnels de ce qui se passe et de ce qui doit se passer dans le monde des entreprises américaines. Par exemple, Charles Wohlstetter, ancien PDG de Contel, décrit ce qu'il considère être les implications néfastes de l'activisme des investisseurs institutionnels de la manière suivante : « *En somme, nous avons là un groupe de personnes disposant d'un contrôle croissant sur les 500 plus grandes entreprises [Fortune 500] mais qui n'ont ni compétence en matière de management, ni expérience dans la sélection des dirigeants, ni jugement crédible sur les sommes qu'on devrait dépenser en matière de recherche ou de marketing – en fait, aucune expérience d'aucune sorte, sauf celle accumulée en contrôlant l'argent des au-*

tres » [Wohlstetter, 1993]. Wohlstetter vise ici les fonds de pension publics, mais les gérants activistes ne sont pas à l'abri de critiques similaires.

Cela dit, que les investisseurs institutionnels aient des incitations et des capacités limitées pour guider l'allocation des ressources des entreprises n'implique pas que les dirigeants des entreprises aient les incitations et les capacités de le faire de façon plus efficace pour l'économie américaine. Le fait que Wohlstetter ne prête pas attention aux capacités des dirigeants des entreprises qui contrôlent actuellement l'allocation des ressources, même pour les défendre, rend douteux que son objectif soit vraiment « de se battre pour la bonne gouvernance ». Il se peut qu'il présume que ce sont les dirigeants qui, dans l'entreprise moderne, savent mieux que tout le monde « les sommes qu'on doit dépenser sur la recherche ou le marketing » et le reste. Mais ceci semble un point de vue qui mériterait d'être étayé empiriquement au vu des piètres décisions stratégiques rendues par certaines entreprises américaines dans les dernières décennies.

La seule possibilité d'un changement fondamental du système de gestion des entreprises américaines qui pourrait résulter de l'activisme d'investisseurs institutionnels semble ne pouvoir venir que d'une initiative des salariés détenteurs du capital. Les syndicats américains, longtemps exclus de la gestion des entreprises à cause de leur rôle de représentants des salariés, peuvent cependant exercer, en tant que représentants de leurs intérêts en matière de retraite, une certaine influence sur l'allocation des ressources des entreprises. En principe, les syndicats sont beaucoup mieux placés que les autres groupes d'investisseurs activistes pour développer un point de vue bien informé sur l'allocation des ressources qui soit substantiellement différent de celui des dirigeants actuels des entreprises. En réalité, toutefois, pour y arriver ils sont confrontés à des obstacles énormes au sein même de leurs organisations et surtout de la part de l'environnement institutionnel dans lequel ils opèrent, comme cela a déjà précédemment été souligné. En fait, nulle part le fossé entre la rhétorique et la réalité du capitalisme des actionnaires aux États-Unis n'est aussi manifeste que dans les efforts des syndicats pour participer à la gouvernance des entreprises américaines. Une des grandes ironies de l'histoire du système privé de retraites aux États-Unis est que, malgré le rôle fondamental joué par les syndicats dans son développement, le contrôle des syndicats sur l'allocation des actifs des retraites est resté relativement limité (cf. l'article de Perrot et Sauviat dans ce même numéro).

En ce qui concerne les implications pour la distribution des profits de l'importance croissante des fonds de pension, et des investisseurs institutionnels en général, il semble bien aussi que l'affirmation de Drucker selon laquelle l'économie des entreprises américaine est gérée aux profits des salariés soit d'une vérité douteuse. La stagnation, voire le déclin, des salaires a été un élément caractéristique de l'économie américaine depuis plus d'un quart de siècle. De 1979 à 1988, les salaires horaires moyens des ouvriers et

employés ont baissé de 5,7 % en termes réels et ont continué à perdre 3,3 % entre 1989 à 1996. Ce n'est qu'en 1997 et 1998, soit cinq ans après le boom le plus long de l'histoire américaine, que les salaires réels ont recommencé à enregistrer des augmentations sensibles ; en 1997 et 1998, les salaires horaires moyens des ouvriers et employés ont respectivement augmenté de 1,5 % et 2,4 % [Bureau of Labour Statistics ; Economic Policy Institute].

Seule une petite minorité de citoyens américains qui se trouvent au sommet de la répartition des revenus ont bénéficié des fruits de la croissance économique des décennies récentes. Leur relatif succès se manifeste aussi dans l'augmentation des inégalités de revenus aux États-Unis ; en 1979, le revenu d'un Américain du 95^e centile de la distribution des revenus était trois fois le revenu médian et treize fois le revenu d'un Américain du 5^e centile ; en 1996, les mêmes multiples sont passés respectivement à 4 et 23 fois [Burtless, 1999, p. 23]. Les 5 % des familles américaines les plus riches ont accru leur part dans le revenu de toutes les familles américaines de 15,3 % en 1979 à 20,7 % en 1997 [Economic Policy Institute].

Beaucoup de salariés ont perdu à la « nouvelle économie », non seulement à cause de l'évolution des salaires, mais aussi à cause des effets des dégraissages. Les coûts des pertes d'emplois pour les salariés licenciés ont été considérables. La probabilité de ne pas être employé deux ans après un licenciement est grande – autour de 35 % en moyenne. Les licenciés, quand ils sont réembauchés, reçoivent en moyenne des salaires réels inférieurs d'environ 13 % à ceux qu'ils avaient auparavant (inférieurs de 9 % pour les salariés à plein temps qui sont réembauchés à plein temps) [Farber, 1997]. Et ces estimations ne tiennent compte que des effets sur les salaires de la perte d'un emploi. Cette pratique du dégraissage a, bien sûr, d'autres coûts pour les travailleurs, y compris une insécurité grandissante chez ceux qui, muni d'un emploi, ont peur de le perdre, avec l'anxiété que provoque une telle perspective.

Un palliatif souvent utilisé, bien qu'imparfait, pour retrouver une certaine sécurité d'emploi est de passer d'un emploi à durée indéterminée (CDI) à un autre type de statut. De 1983 à 1998, il y a eu une légère baisse dans la durée moyenne des emplois stables de 5 à 4,7 ans. Mais cette moyenne, qui confond hommes et femmes, cache des différences par âge et par sexe. Pour les hommes âgés de 25 ans et plus, la durée moyenne effective d'un emploi à durée indéterminée est tombée de 5,9 à 4,9 ans. La baisse a été encore plus prononcée pour les hommes de 55 à 64 ans : de 15,3 à 11,2 ans. Que ces baisses aient été enregistrées malgré la tendance générale au vieillissement de la main-d'œuvre masculine est tout à fait remarquable. Chez les hommes de tous les groupes d'âges, la réduction de la durée moyenne des emplois stables a été suffisamment forte pour contrebalancer l'effet positif du vieillissement de la main-d'œuvre. Par contraste, les femmes âgées de 25 ans et plus ont connu une augmentation de la durée moyenne d'emploi de 4,2 à 4,4 ans, une partie de cet effet tenant certes au vieillissement de la main-d'œuvre

féminine. La plupart des classes d'âge de la population active féminine ont connu néanmoins une telle augmentation de la durée moyenne des emplois stables, à l'exception notable des femmes âgées de 55 à 64 ans, où cette durée moyenne est tombée de 9,8 à 9,6 ans en 1998.

Comme indicateurs de la sécurité de l'emploi, les données sur les durées d'emploi doivent être utilisées avec précaution. Lorsque les licenciements se pratiquent à grande échelle, la proportion de salariés avec une longue durée d'emploi peut augmenter, non pas parce que la sécurité de l'emploi s'est améliorée au niveau global, mais parce que ce peut être les employés ayant le moins d'ancienneté qui sont licenciés. Dans les industries aéronautiques, par exemple, une hausse rapide, en pleine période de licenciements, de la durée moyenne des emplois stables de 6,3 ans en 1991 à 9,6 ans en 1998 semble surtout attribuable à cet effet [US Bureau of Labour Statistics].

À l'opposé du salarié moyen, comme le montre le tableau 4, les actionnaires ont profité au mieux de leur participation à l'économie américaine pendant les deux dernières décennies. Les rendements de leurs placements continuent de monter toujours plus haut, 1994-1998 constituant la meilleure période de cinq ans en termes de rendement des actions des grandes entreprises sur les 73 dernières années [Ibbotson Associates, 1999]. Jusqu'à quel point, dans ces conditions, les salariés ont-ils pu utiliser le rendement de leurs actions pour compenser les déboires d'un marché du travail bien mal en point ?

TABEAU 4 - TAUX DE RENDEMENTS ANNUELS MOYENS, PAR DÉCENNIE

(pourcentages)

	1920s*	1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	1989-1998**
Actions de grandes entreprises	19.2	-0.1	9.2	19.4	7.8	5.9	17.5	17.9	19.2
Actions de petites entreprises	-4.5	1.4	20.7	16.9	15.5	11.5	15.8	13.6	13.2
Obligations à long terme des entreprises	5.2	6.9	2.7	1.0	1.7	6.2	13.0	10.3	10.9
Bons du Trésor américain	3.7	0.6	0.4	1.9	3.9	6.3	8.9	5.0	5.3
Taux d'inflation	-1.1	-2.0	5.4	2.2	2.5	7.4	5.1	3.0	3.1

*basé sur la période de 1926 à 1929

** basé sur la période de 1990 à 1998

Source : Ibbotson Associates, 1999. *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation Yearbook*, Illinois, Ibbotson Associates.

Malgré la dépendance accrue des revenus des ménages américains à l'égard de la bourse, plus de la moitié d'entre eux ne détiennent toujours pas d'actions. Ce fait n'est guère surprenant si on considère, d'un côté,

l'importance, dans les décennies d'après guerre, des plans de retraites employeur pour étendre l'actionnariat au-delà du cercle des Américains les plus riches, et de l'autre, le fait que moins de la moitié des employés du secteur privé non-agricole sont couverts par de tels plans. Même au sein du groupe de ceux qui sont suffisamment fortunés pour détenir des actions, cette possession reste très concentrée. En 1992, 0,5 % des actionnaires ayant les plus grands portefeuilles d'actions, de façon directe ou indirecte, possédaient 36,8 % de toutes les actions ; 10 % des plus gros actionnaires possédaient 89,4 % du stock total alors que 80 % des actionnaires les plus petits n'en détenaient que 1,8 %. Dans la mesure où plus d'un tiers des gains ou des pertes sur les actions concerne les 500 000 ménages possédant la plupart des actions, et où presque 90 % des gains vont aux ménages les plus riches [Potterba et Samwick, 1995, p. 328], les États-Unis sont loin de l'image de la démocratie d'actionnaires décrite par certains experts.

Les chiffres précédents n'incluent pas les bénéficiaires des plans de pension DB parce que les employeurs sont les propriétaires en dernier ressort des actions des portefeuilles de ces plans. Mais, comme mentionné ci-dessus, la tendance des entreprises dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix à gérer ces plans de façon à promouvoir leurs propres intérêts plutôt que ceux de leurs bénéficiaires, implique que les bénéfices extraordinaires du marché haussier des actions n'ont eu que des effets limités pour ces derniers. Une exception importante à cette conclusion est liée au fait que certains salariés ont pu tirer profit des opportunités de retraites anticipées mises en œuvre par les employeurs pour dégraisser sans heurt [Ramusakoff D., « A Million Reasons to Leave : Many AT & T Managers Make a Mint in Downsizing, » *Washington Post*, 20 mai 1998, p. A01]. Cela étant, ces opportunités ont été inégalement distribuées dans la population active et, dans bien des cas, ont bénéficié à des salariés qui disposaient déjà des meilleures chances sur le marché du travail.

Les tendances les plus récentes des plans de retraite gérés par les employeurs semblent exacerber plutôt que renverser cette tendance à la distribution inégale de la propriété des actions dans la population américaine. La diminution des engagements financiers des employeurs dans le financement des pensions de leurs employés indique que l'étendue et la qualité de la couverture de ces plans diminueront dans l'avenir. De plus, dans la mesure où la responsabilité du financement des retraites incombe de plus en plus aux salariés, seuls les plus riches pourront se payer des retraites conséquentes. Les retraites vont ainsi probablement refléter encore plus qu'actuellement les disparités de revenus que l'on observe sur le marché du travail. Un autre motif d'inquiétude sur l'aptitude des systèmes de retraites d'employeurs à maintenir une large base de financement des retraites dans les années à venir vient de ce que les salariés tendent à liquider une partie de leurs plans DC quand ils changent d'employeur. Enfin un krach boursier pourrait, plus que toute autre chose, achever de briser les espérances placées par les futurs re-

traités en l'économie américaine. L'économie américaine, même loin d'être une démocratie actionnariale, n'en reste pas moins une économie où les actions ont pris une grande importance dans la répartition des avoirs financiers entre toutes les classes de revenus. Et les salariés, même si en tant que participants des plans DB ils n'ont pas tiré pleinement parti de la hausse du marché boursier, n'échapperont pas aux conséquences d'un krach boursier qui mettrait en question la solvabilité de ces plans. Il serait trop long d'apprécier ici les possibilités et les effets d'une telle chute. On se contentera donc de noter pour terminer que les records atteints par la bourse américaine n'ont actuellement qu'un rapport ténu avec les évolutions de l'économie réelle¹³.

BIBLIOGRAPHIE

AMERICAN MANAGEMENT ASSOCIATION (various years), *Survey on Downsizing and Assistance to Displaced Workers*, New York, American Management Association.

BLACK B. (1998), « Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States », In Newman, P. (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York, Stockton Press, p. 459-465.

BRANCATO C. (1997), *Institutional investors and corporate governance : best practices for increasing corporate value*, Chicago, Irwin Professional.

BROSSMAN M. et TATMAN M. (1998), « SEC's amendments to shareholder proposal rules are a victory for shareholder advocacy », *Employee Benefits Journal*, December.

BURTLESS G. (1999), « Growing American Inequality : Sources and Remedies », *Brookings Review*, Winter, vol. 17, n° 1, p. 31-35.

CHALLENGER, GRAY et CHRISTMAS (various years), *Announced Staff Cuts by Major US Corporations*, Chicago, Challenger, Gray and Christmas.

CONFERENCE BOARD (1997), « International Patterns of Institutional Investment », *Institutional Investment Report*, vol. 1, n° 3, p. 44.

_____ (1998), « Turnover, Investment Strategies, and Ownership Patterns », *Institutional Investment Report*, vol. 2, n° 2, p. 25.

DEL GUERCIO D. and HAWKINS J. (1999), « The Motivation and Impact of Pension Fund Activism », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, n° 3, p. 293-340.

DONLAN T. (1999), « Public or Private ? The latest pension dodge should prompt true reform, not more regulation », *Barron's*, September 20, p. 62.

DRUCKER P. (1979), *The Unseen Revolution : How Pension Fund Socialism Came to America*, New York, Harper & Row.

EMPLOYEE BENEFIT RESEARCH INSTITUTE (1998), « US Retirement Income System », *Facts from EBRI*, December.

13. Pour une discussion étendue de cette question se reporter à [O'Sullivan, 2000, ch. 6].

- FARBER H. (1997), « The Changing Face of Job Loss in the United States », *Brookings Papers : Microeconomics*.
- FOSTER A. (1998), « Factors affecting Employer-Provided Retirement Benefits », *Compensation and Working Conditions*, Winter, p. 10-17.
- GHILARDUCCI T. (1992), *Labor's Capital : The Economics and Politics of Private Pensions*, Cambridge MA, MIT Press.
- _____ (1999), « Who Controls Labor's Capital and Why it Matters », paper presented at the Heartland Labor Capital Conference, Washington D.C., April 29 and 30, 1999 (revised version, June 1999, in possession of the author).
- GORDON J. (1997), « Employees, Pensions, and the New Economic Order », *Working Paper* n° 124, Columbia University Center for Law and Economics.
- HERZ D. E. (1990), « Worker Displacement in a Period of Rapid Job Expansion, 1983-1987 », *Monthly Labor Review*, May.
- IBBOTSON ASSOCIATES (1999), *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation Yearbook*, Illinois, Ibbotson Associates.
- IMF (1999), *International Financial Statistics*, September
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (1999), *Fundamentals : Investment Company Institute Research in Brief*, vol. 8, n° 4, July.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI) et SECURITIES INDUSTRY ASSOCIATION (SIA) (1999), *Equity Ownership in American*, Fall, Washington, ICI and SIA.
- IPPOLITO R. (1995), « Towards Explaining the Growth of Defined Contribution Plans », *Industrial Relations*, vol. 34, n° 1, p. 1-20.
- _____ (1999), *The New Pension Economics : Defined Contribution Plans and Sorting*, George Mason University School of Law, *mimeo*, November.
- KENNICKELL A., STARR-MCCLUER M. et SUNDÉN A. (1997), « Family Finances in the US : Recent Evidence from the Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin*.
- LAZONICK W. et O'SULLIVAN M. (1997), *Corporate Governance and Sustainable Prosperity*, New York, Jerome Levy Economics Institute.
- MITCHELL O., MCCARTHY D., WISNIEWSKI S. et ZORN P. (1999), *Developments in State and Local Pension Plans*, Pension Research Council, *Working Paper* n° 99-4.
- MONKS R. et MINOW N. (1991), *Power and Accountability*, New York, Harper Business.
- O'SULLIVAN M. (2000), *Contests for Corporate Control : Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford, Oxford University Press.
- OECD (1993), « Private Pensions in OECD Countries : The United States », *OECD Social Policy Studies*, n° 10, Paris, OECD.
- _____ (1998), « Institutional Investors », *Statistical Yearbook*, Paris, OECD.
- PAPKE L. (1996), Are 401 (k) plans replacing other employer provided pensions ? : evidence from panel data, *NBER Working Paper*, N° 5736.

PAPKE L., PETERSEN M. et POTERBA J. (1993), Did 401 (k) plans replace other employer provided pensions, *NBER Working Paper*, n° 4501.

PATCH E. (1995), *Plant Closings and Employment Loss in Manufacturing : The Role of Local Conditions*, New York, Garland.

PENSION BENEFIT GUARANTY CORPORATION (PBGC) (1998), *Pension Insurance Data Book*, Washington, PBGC.

_____ (1999), *Fact Sheet : Pension Insurance Premiums*, March, Washington, PBGC.

PETERSEN M. (1992), « Pension Reversions and Worker-Stockholder Wealth Transfers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n° 3, p. 1033-1056.

POTERBA J. et SAMWICK A. (1995), « Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, p. 295-372.

_____ et WISE D. (1999), Individual Financial Decisions in Retirement Saving Plans and the Provision of Resources for Retirement, *NBER Working Paper*, n° W5762.

POZEN R. (1994), « Institutional investors : the reluctant activists », *Harvard Business Review*, January-February, p. 140-149.

SASS S. (1997), *The Promise of Private Pensions : The First Hundred Years*, Cambridge, MA and London, England, Harvard University Press.

SECURITIES DATA COMPANY (various years), *Press releases on stock buybacks*.

STAUDOHR P. et BROWN H. (1987), *Deindustrialization and Plant Closure*, Lexington, Mass., Lexington Books.

STEFFEN K. (1999), State Employee Pension Plans, Pension Research Council, *Working Paper* n° 99-5.

STEIN N. (1989), « Reversions from Pension Plans : History, Policies, and Prospects » *Tax Law Review*, vol. 44, n° 2, p. 259-334.

TURNER J. et WATANABE N. (1995), *Private Pension Policies in Industrialised Countries : A Comparative Analysis*, Kalamazoo, Michigan, Upjohn Institute.

USEEM M. et HESS D. (1999), Governance and Investments of Public Pensions, Pension Research Council, *Working Paper* n° PRC WP 99-11.

UN (1995), *World Population Prospects*, New York, United Nations.

US BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (various years), *Flow of Funds Accounts of the United States : Annual Flows and Outstandings*, Washington D.C.

US BUREAU OF THE CENSUS (1976), *Historical Statistics of the United States from the Colonial Times to the Present*, US Government Printing Office.

US CONGRESS (various years), *Economic Report of the President*, Washington DC, US Government Printing Office.

US DEPARTMENT OF COMMERCE (various years), *Statistical Abstract of the United States*, US Government Printing Office.

VANDERHEI J., GALER R., QUICK C. et REA J. (1999), « 401 (k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity », *Investment Company Institute Perspective*, vol. 5, n° 1, January, p. 1-4.

WEINSTEIN M. et KOCHAN T. (1995), « The Limits of Diffusion : Recent Developments in Industrial Relations and Human Resource Practices », in Locke R., Kochan T. et Piore M. (eds.), *Employment Relations in a Changing World*, Cambridge, Mass., MIT Press.

WHITMAN R. (1997), « Including Employment Practice Data in Proxy Statements », *New York Law Journal*, November 6, p. 1, 28.

WOHLSTETTER C. (1993), « Pension Fund Socialism : Can Bureaucrats Run the Blue Chips ? », *Harvard Business Review*, January-February.

WORLD BANK (1994), *Averting the Old Age Crisis : Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press.

ZANGLEIN J. (1998), « From Wall Street Walk to Wall Street Talk : The Changing Face of Corporate Governance » *DePaul Business Law Journal*, vol. 11, n° 1, p. 43-122.