



DE LA « PENSION GOVERNANCE » À LA « CORPORATE GOVERNANCE » : LA TRANSMISSION D'UN MODE DE GOUVERNEMENT

SABINE MONTAGNE*

L'objectif de ce texte est de montrer la filiation entre les transformations organisationnelles des fonds de pension américains, survenues à partir des années 1970, et l'émergence de la *corporate governance*, phénomène apparu aux États-Unis à la fin des années 1980. Une telle filiation ne prétend pas à elle seule rendre compte de façon exhaustive des fondements et des manifestations de la *corporate governance*, mais constitue un facteur important pour en comprendre le déploiement. En effet, si la *corporate governance* est traditionnellement imputée au pouvoir de sanction des actionnaires institutionnels, qui va croissant au cours des années 1980, cette montée en puissance actionnariale ne suffit pas à préciser pourquoi la réorganisation managériale qu'elle suscite a effectivement pris la forme bien déterminée que l'on a pu identifier sous le vocable de *corporate governance*.

Notre hypothèse consiste à dire que les principes de cette réorganisation de l'entreprise prennent leur source dans la réorganisation de l'industrie financière de la gestion collective, elle-même entraînée par la réorganisation des institutions de retraite privées, les fonds de pension. Il s'agit donc de mesurer en quoi certains principes d'organisation se transmettent tout au long de la chaîne financière qui va de l'épargnant aux fonds de pension, qui passe ensuite par les gestionnaires financiers spécialisés¹ et arrive enfin aux entreprises. Une telle analogie organisationnelle n'est *a priori* pas fortuite dans la mesure où la même question se pose aux acteurs de la chaîne : l'épargnant délègue la gestion de son épargne-retraite au fonds de pension qui délègue la fonction d'investissement au gestionnaire qui délègue la gestion d'entreprise au dirigeant. Aussi, c'est à partir de la nécessité, pour les acteurs, de faire fonctionner le processus de délégation, qu'émergent des principes d'organisation qui vont se décliner sur l'ensemble de la chaîne.

* Chercheur à l'IRES, Institut de Recherches Economiques et Sociales.



Trois étapes permettent de comprendre comment s'effectue cette transmission organisationnelle. La première étape est celle de la restructuration des fonds de pension, dans les années 1970. Elle conduit à une externalisation de la gestion financière vers des gestionnaires spécialisés, selon un mode de délégation spécifique. La seconde étape est celle de la réorganisation de ces gestionnaires, partiellement entraînée par ce type de délégation. La troisième étape est la transmission des contraintes de délégation subies par les gestionnaires, sur les entreprises dont ils sont actionnaires.

UNE MODIFICATION DE LA « PENSION GOVERNANCE »

Le monde des fonds de pension subit une métamorphose organisationnelle au cours des années 1970 puis au début des années 1980 qui conduit à l'agencement actuel entre bénéficiaires, fonds de pension et gestionnaires financiers. Cette réorganisation peut être résumée en trois points. À l'origine de cette transformation, une loi législative édictée en 1974 accroît les devoirs des fonds de pension à l'égard de leurs bénéficiaires. Ces contraintes nouvelles conduisent les responsables des fonds de pension, les *trustees*, à déléguer la fonction d'investissement à des professionnels de la gestion d'actifs. Cette délégation prend une forme particulière du fait de la responsabilité fiduciaire mise en jeu.

La loi Erisa : les « trustees » doivent rendre des comptes

La loi Erisa (*Employee Retirement Income Security Act*) de 1974 a d'abord pour effet d'homogénéiser le fonctionnement des fonds de pension sur l'ensemble du territoire américain². Avant cette loi, les fonds de pension d'entreprise mobilisent une grande diversité de dispositifs et de règles de gestion. Il n'existe en effet pas de corpus unifié de règles juridiques obligatoires s'appliquant à l'ensemble des fonds de pension mais des règles issues de la *common law*, interprétées par les tribunaux des États et auxquelles il est possible de déroger par accord des parties³. Supprimant cette flexibilité juridique, Erisa impose une seule règle et interdit d'y déroger.

Elle accroît par ailleurs les devoirs du fonds de pension à l'égard de ses bénéficiaires afin de sécuriser les droits à retraite. D'une part, elle oblige les entreprises à étendre les catégories de personnel bénéficiaire et contraint les fonds de pension à provisionner intégralement les droits acquis (ApRoberts, 2000). Elle impose ainsi une gestion entièrement capitalisée des fonds. En conséquence, les sommes en jeu sont plus importantes et doivent être investies avec professionnalisme. D'autre part, elle organise la divulgation des informations de gestion auprès des bénéficiaires (DOL, 1977 et 1998 ; US Code ch. 29, & 1023) et

prévoit la poursuite judiciaire des *trustees* par les bénéficiaires au titre de cette gestion (US Code, ch. 29, & 1132).

La loi va ainsi modifier la situation des *trustees*. Ils étaient jusqu'alors directement dépendants des dirigeants de l'entreprise. Ils agissaient en professionnels financiers mais dans la limite de l'intérêt de l'entreprise qui payait leurs services (Sass, 1997). Aussi, la politique du fonds de pension était-elle avant tout subordonnée à la gestion de trésorerie de l'entreprise et les placements financiers éventuellement soumis aux stratégies de contrôle actionnarial du dirigeant. Erisa modifie cet état de fait en plaçant les *trustees* en position de rendre compte de leurs actes vis-à-vis des bénéficiaires et du *Department of Labor* (DOL), chargé de faire appliquer la loi.

La loi Erisa est donc essentielle à trois égards : elle uniformise les contraintes des fonds de pension, préalable à une *pension industry* homogène ; elle accroît les contraintes techniques des *trustees* et les possibilités de recours des bénéficiaires et met ainsi les *trustees* en demeure de devoir rendre compte vis-à-vis de l'extérieur au *trust*.

De nouvelles règles d'investissement : les « trustees » sont conduits à externaliser la fonction d'investissement

Parmi les nombreuses dispositions prises par Erisa pour protéger l'intérêt des bénéficiaires, certaines visent à sécuriser le placement des actifs financiers du fonds de pension. Le bilan que l'on peut aujourd'hui faire après 25 ans d'interprétation jurisprudentielle, conduit à constater une véritable réorientation des principes d'investissement des fonds de pension.

Erisa rend plus technique la fonction d'investissement. Elle définit deux règles de comportement que les administrateurs de fonds de pension doivent impérativement suivre : ils doivent se comporter « en hommes prudents » et engager, dans cette perspective, une politique de diversification des investissements. Ces deux règles, d'apparence relativement anodine puisque déjà présentes dans le *droit des trusts* traditionnel, sont cependant formulées différemment. D'une part, la règle de prudence contenue dans Erisa altère la conception traditionnelle du *prudent man*, héritée de la gestion patrimoniale du XIX^{ème} siècle, pour en faire un nouveau concept, celui de *prudent expert* ou encore de *institutional man*. Selon cette règle, il ne suffit plus à l'administrateur de fonds de pension de gérer l'investissement avec la prudence et l'expertise qu'il mettrait à la gestion de ses propres biens, mais avec la prudence et l'expertise d'un homme habitué à ce type d'affaires et placé dans les mêmes circonstances. Cette règle appelle donc des pratiques de professionnels spécialistes, reconnus comme tels, et



se traduit effectivement par le recours à ces professionnels ou à défaut, par un comportement des *trustees* calqué sur ceux-ci. Ce sont désormais les pratiques des gestionnaires et non plus celles des *trustees* qui deviennent la référence pour juger la qualité de la gestion d'investissement d'un fonds de pension.

D'autre part, la prudence se définit dorénavant par une pratique de diversification plus complexe. Il s'agit d'abord d'évaluer le risque admissible par le fonds de pension, puis de composer un portefeuille global répondant à cette exigence, sans préjuger du risque individuel attaché à chacun des titres du portefeuille. Cette évolution du concept de diversification annonce l'utilisation de la théorie moderne de portefeuille qui ne sera reconnue légalement qu'avec le *Uniform Prudent Investor Act* (1994). Les *trustees* passent ainsi progressivement d'une stratégie inspirée par le bon sens, qui consiste à ne pas mettre tous leurs œufs dans le même panier, à une stratégie plus scientifique, fondée sur la corrélation des risques de l'ensemble du portefeuille.

Ces deux règles conduisent les *trustees*, qui ne sont pas des experts de l'investissement, à rechercher l'appui de consultants et à reporter une partie croissante de la décision d'investissement sur les professionnels du marché financier, les gestionnaires d'actifs. Cette externalisation vers les gestionnaires est par ailleurs renforcée par le développement d'un nouveau type de fonds de pension, à partir de 1981, les fonds dits 401k (DOL, 1999). Ces fonds sont à cotisations définies c'est-à-dire qu'ils ne contraignent plus l'employeur à s'engager à verser une prestation retraite. Ils sont de simples véhicules de capitalisation des cotisations versées et proposent seulement à leurs adhérents un choix diversifié d'options d'investissement. Ces options ne sont généralement pas construites et gérées par le fonds de pension lui-même mais sont proposées par des gestionnaires professionnels extérieurs. La responsabilité du fonds de pension se réduit dès lors à sélectionner une combinaison de gestionnaires spécialisés de façon à proposer aux bénéficiaires une gamme d'options suffisamment diversifiée en termes de rendement, risque et durée.

Ainsi, au travers de ces deux phénomènes, technicité accrue de l'investissement des fonds traditionnels et développement des fonds d'épargne, les *trustees* se trouvent partiellement dépossédés de leur responsabilité d'investissement qui est transférée aux gestionnaires (*investment managers*).

*La délégation de la fonction d'investissement :
comment sélectionner et contrôler le gestionnaire délégué ?*

Cette délégation de responsabilité, prévue explicitement par Erisa (USC, ch.29, &1105(d)), ne se fait toutefois pas n'importe comment.



Encadré n° 1

• Le premier type de délégation, la gestion dédiée, est une gestion personnalisée à partir d'un cahier des charges, établi par le *trustee* et le consultant, qui explicite les objectifs de placement en termes de classes d'actifs, rendement, risque, durée. Le produit fourni par le gestionnaire est un produit complètement personnalisé (*separate account*). Il s'agit là d'une gestion institutionnelle pure qui s'adresse aux très grands fonds de pension capables, par les montants engagés, de rentabiliser une telle *customization*. Le gestionnaire répond à cette demande par une proposition détaillée indiquant la stratégie qu'il estime adaptée aux besoins exprimés. Il doit convaincre en précisant son « processus de gestion », sa « philosophie de placement », sa capacité d'analyse financière, son expérience. L'évaluation menée par le *trustee* repose donc autant sur les moyens proposés par le gestionnaire-candidat pour remplir le mandat que sur les performances passées.

• La délégation institutionnelle s'adresse aux fonds de pension moins importants. La demande du *trustees* s'exprime sous une forme plus standardisée. Le gestionnaire rassemble les demandes aux caractéristiques similaires, provenant de fonds de pension différents et les gère sous forme de pool. Il peut proposer un pool fermé accessible à quelques fonds de pension (*commingled funds*) ou un *institutional mutual fund* dont la diffusion est plus large mais dont les performances ne sont pas publiques. L'argumentation du gestionnaire, lors de la sélection, porte, là encore, sur sa capacité à obtenir une performance pérenne sur la classe d'actifs ciblée et, par conséquent, fait une large place à la démonstration des capacités organisationnelles de l'institution de gestion.

• La délégation *instividual* s'adresse aux fonds de pension qui composent leur portefeuille à partir de produits cotés, typiquement les *mutual funds* de détail. Ces fonds sélectionnent les gestionnaires en fonction de leur spécialisation par classe d'actifs (méthode appelée *split funding* : (Sharpe, 1999). Leur exigence porte sur la performance de chaque gestionnaire plus que sur les capacités à pérenniser cette performance. Toutefois, la réputation du gestionnaire reste importante dans le processus de sélection. Cette réputation ne se fonde pas seulement sur un historique de performances mais sur des informations concernant la taille, l'organisation, le personnel de l'institution de gestion.

• Enfin, la gestion *individual* s'adresse aux petits fonds à cotisations définies qui s'en remettent à une offre toute faite (les *mutual funds* de détail), émanant de gestionnaires puissants. Ce segment apparaît moins disposé que le précédent à arbitrer entre gestionnaires compte tenu de la petite taille et par conséquent de la faiblesse des compétences du fonds de pension. La performance et la réputation du gestionnaire sont les critères de sélection.



Selon le *droit des trusts*, le *trustee* endosse une responsabilité spécifique, la responsabilité fiduciaire (*fiduciary duty*), contrepartie de son pouvoir sans partage sur le *trust*. Aucune fonction liée à cette responsabilité ne peut normalement être déléguée à un tiers. Erisa institue une rupture conceptuelle en permettant la délégation de l'une des fonctions fiduciaires, la fonction d'investissement⁴. Mais elle impose en retour au *trustee* de rendre compte de son acte de délégation : le *trustee* doit pouvoir rendre compte du processus de sélection du candidat ainsi que du processus de contrôle ultérieur sur l'activité du recruté.

Afin de pouvoir justifier les modalités de la délégation, les *trustees* s'entourent de consultants qui les aident à construire une procédure de sélection puis une procédure de contrôle. Des entretiens menés auprès de différents *trustees*⁵ montrent que ces procédures sont focalisées sur quelques critères communément utilisés. La sélection se fait généralement par appel d'offre public pour les fonds de pension publics (*request for proposal*) et par sélection circonscrite à un groupe de gestionnaires pour les fonds privés. Deux familles de critères sont prises en compte pour discriminer les candidats : la qualité de leurs performances passées (*track record*) et la qualité de leur organisation présente, supposée garantir la reproduction des performances passées. Les performances passées sont des données quantitatives largement publiées par les agences de notation qui établissent des palmarès fréquents. En revanche, l'organisation interne des gestionnaires est une donnée plus qualitative et plus discrète au sens où elle ne fait pas l'objet d'évaluations externes systématiques.

Selon le type de fonds de pension, la procédure de sélection peut privilégier l'une ou l'autre de ces deux familles de critères, performance ou organisation. Toutefois, nous avons constaté qu'en dépit de la diversité des objectifs des fonds décrite par Baudru (1998), la procédure de sélection possède toujours une constante : la préoccupation de la qualité de la prestation fournie. Cette préoccupation s'exprime certes différemment : soit par une investigation poussée de l'organisation du gestionnaire (cas des gros fonds à prestations définies), soit par le recours à la réputation du gestionnaire (cas des fonds à cotisations définies)⁶. Cette distinction est manifeste lorsqu'on étudie le processus de sélection propre aux quatre types de délégation que nous avons identifiés : gestion dédiée, délégation institutionnelle, délégation *instividual*⁷ et délégation *individual* (voir encadré). Cette typologie confirme que les critères de sélection ne portent pas seulement sur les performances mais aussi sur les moyens pour y parvenir, que ceux-ci soient étudiés dans le détail ou simplement évalués à partir de la réputation.

Cette attention systématique que les *trustees* portent au contexte dans lequel est réalisée la performance provient avant tout de la nature très



particulière de la délégation, à savoir une délégation de responsabilité fiduciaire. En effet, le *trustee* doit organiser cette délégation non seulement en s'assurant que le candidat est capable d'assumer la charge mais en veillant à pouvoir prouver qu'il a effectivement mené lui-même une procédure de délégation correcte. Erisa exige en effet que le *trustee* documente non seulement les activités du gestionnaire mais documente également ses propres activités de contrôle sur ce dernier (DOL, 1994). L'acte de délégation est donc évalué au regard des moyens mis en œuvre par le *trustee*. Le *trustee* est alors amené à construire une procédure de sélection. Mais cette procédure appelle à son tour beaucoup plus que la prise en compte de performances financières substantielles dont la reproduction est incertaine. Elle appelle des procédures chez le gestionnaire, procédures seules capables de garantir la qualité du gestionnaire et d'assurer ainsi que la responsabilité fiduciaire a été convenablement déléguée.

LA TRANSMISSION DES CONTRAINTES DE DÉLÉGATION AUX GESTIONNAIRES ET AUX DIRIGEANTS D'ENTREPRISE

Concomitamment à la mise en place de cette délégation, on observe une réorganisation du métier de la gestion d'actifs. Cette réorganisation est imputable à bien d'autres facteurs que les seules contraintes imposées par les fonds de pension. Mais on constate qu'elle satisfait aux exigences provenant de la procédure de délégation. Simultanément, cette réorganisation modifie le métier de l'investisseur et change son rapport à l'entreprise dans laquelle il investit.

La réorganisation de la décision d'investissement chez les gestionnaires

Cette réorganisation porte à la fois sur la définition et la répartition des tâches (organigrammes) et sur les méthodes et outils utilisés dans la prise de décision d'investissement (analyse financière, programmes informatiques).

Cette évolution est d'abord visible au niveau des organigrammes : les métiers se spécialisent et une nette répartition des responsabilités est opérée. La décision d'investissement est composée de séquences distinctes (Sharpe, 1999) : les économistes fournissent des projections de l'environnement économique, les analystes (*security analysts*) produisent des projections sur les entreprises, le comité d'investissement énonce des règles (limites de risques, sensibilité, voire listes de titres autorisés), le gestionnaire (*portfolio manager*) décide d'acheter ou de vendre. Les institutions de gestion parlent désormais de « processus d'investissement » pour indiquer le caractère collectif et progressif de la prise de décision d'investissement. La décision d'investissement est devenue ra-



tionnelle au sens où elle peut faire l'objet d'une justification à partir de ses composantes élémentaires spécialisées. Le « génie individuel », les bonnes « idées boursières », le sens du « timing » sont moins valorisés. La décision d'investissement est donc loin d'être un processus individuel de formation d'une conviction personnelle. Elle est le fruit d'un enchaînement de procédures spécialisées.

Cet approfondissement de la division du travail financier permet d'une part aux gestionnaires de se représenter leur propre système de prise de décision et d'autre part de l'exposer aux *trustees*. Pour les gestionnaires, il s'agit donc d'abord de rendre des comptes en interne, au sein de la société de gestion, pour pouvoir rendre des comptes vis-à-vis des *trustees*. Du point de vue du *trustee*, segmenter le processus de prise de décision permet de l'appréhender dans des termes simples et compréhensibles par un non spécialiste. Cette segmentation favorise ainsi une certaine transparence des institutions de gestion. Par ailleurs, le fait d'ancrer le processus d'investissement dans des procédures, des dispositifs organisationnels, l'objective et le rend moins dépendant de l'arbitraire des personnes. En conséquence, la reproduction des performances passées est moins soumise aux aléas liés aux mouvements de personnel. Cette organisation particulière répond donc aux soucis des *trustees* de s'assurer des moyens mis en œuvre par la société de gestion.

La nouvelle organisation n'est pourtant pas dictée par les *trustees*. Elle s'inspire d'une théorie financière élaborée quelque vingt ans plus tôt et vulgarisée dans la décennie précédente, la théorie moderne de portefeuille. Les praticiens de la gestion restent longtemps réticents à l'adoption de cette théorie, mais commencent à en subir l'influence à partir de la crise boursière de 1974 (Bersntein, 1995) mais aussi parce qu'ils sont déstabilisés par les nouvelles contraintes de justification issues de Erisa.

La théorie moderne de portefeuille révolutionne la conception de la décision d'investissement en associant à la rentabilité attendue sa probabilité d'obtention et par conséquent son risque afférent. La prise en compte de ce couplage rentabilité-risque nécessite théoriquement un processus séquentiel d'analyse constitué de trois phases (Garrone, 1995) : une analyse économique et financière de l'entreprise et un calcul du couple rendement-risque de cet investissement (*security analysis* : fonction de l'analyste financier), une comparaison des rentabilités par classe de risque au sein d'un univers de valeurs (*portfolio analysis*, programmes informatiques), la constitution du portefeuille optimal compte tenu des objectifs du client ou des objectifs décidés au niveau stratégique de la société de gestion (*portfolio selection* : fonction du gestionnaire).

Bien que ce modèle d'organisation ne soit pas rigoureusement et systématiquement pratiqué par les institutions de gestion et que les profes-



sionnels restent critiques à l'égard de cette théorie (par exemple, Jahnke, 1999), la portée de celle-ci est en revanche importante sur les outils et les représentations que les analystes utilisent pour évaluer l'entreprise. Les enquêtes menées au cours du temps (Bing, 1971 ; Carter, 1990 ; Block, 1999) montrent en effet l'évolution de leurs pratiques vers une compréhension plus « fondamentale » de l'entreprise⁸ : les analystes cherchent à évaluer l'entreprise d'abord de manière économique pour ensuite traduire cette évaluation en termes de potentiel d'appréciation boursière. Cette approche plus économique a été encouragée par l'enseignement de la méthode d'actualisation des *cash flows* futurs, proposé par le programme de formation académique CFA qui s'est imposé comme la référence scolaire de l'analyse financière, dans les années 1980. La méthode nécessite de construire le *business plan* à moyen terme de l'entreprise et donc d'en évaluer au préalable les capacités productives qui sont ensuite traduites en termes financiers. Compte tenu de sa difficulté de mise en œuvre, cette méthode n'est pas la première utilisée mais son utilisation va croissant dans les années 1990. De façon générale, la tendance est à la prise en compte accrue des fondamentaux de l'entreprise : Carter (1990) conclut que l'analyse fondamentale est la technique la plus utilisée, Block (1999) confirme que résultats et *cash flows* sont les données primordiales et que l'évaluation de l'entreprise est effectuée à partir de son potentiel de croissance et de la qualité de ses résultats, les perspectives à long terme étant largement privilégiées sur les résultats trimestriels. Cette connaissance financière approfondie se double d'une connaissance stratégique nouvelle (Houtbakker, 1996) : l'analyste mobilise les théories d'organisation et de stratégie industrielles qu'il combine à une connaissance détaillée du secteur afin de mieux percevoir les avantages concurrentiels des entreprises.

En approfondissant sa connaissance économique, financière et stratégique de l'entreprise, l'analyste change de posture et fournit au gestionnaire les moyens de modifier son rapport à l'entreprise : le gestionnaire est dès lors en mesure de dialoguer avec le dirigeant dans des termes précis qui sont ceux utilisés par la direction stratégique et la direction financière de l'entreprise. Finalement, la réorganisation du métier de la gestion favorise une investigation plus poussée de l'investisseur à l'égard de l'entreprise.

*Une même exigence de justification
adressée aux dirigeants d'entreprise*

Au terme de ce parcours dans l'industrie financière, il convient de résumer les principaux résultats. Les *trustees* comme les gestionnaires se trouvent devant un problème identique : sélectionner un mandataire qui va opérer pour le compte d'un mandant dont ils sont l'intermé-

diaire. Le *trustee* sélectionne un gestionnaire en devant rendre des comptes au bénéficiaire ; le gestionnaire sélectionne des entreprises en devant se justifier auprès du *trustee*. Il s'agit donc toujours d'une configuration à trois acteurs dans laquelle l'acteur amont contraint son intermédiaire à justifier ses prises de décision sur un acteur aval. Afin de répondre à cette contrainte, l'intermédiaire se donne des règles (des principes de gouvernement c'est-à-dire une *pension governance*) et développe une organisation interne dans laquelle il privilégie les procédures parce qu'il peut les exhiber pour se justifier. Cette structure de délégation contribue ainsi à l'émergence d'un type particulier d'organisation, focalisée sur la transparence organisationnelle, et qui se traduit par la division du travail, les procédures et une communication à l'égard des autres acteurs.

La *corporate governance* américaine se situe dans le droit fil de cette problématique. Cette généalogie est manifeste avec la définition du gouvernement d'entreprise proposée par Hyafil (HEC, 1997) : « La *corporate governance* recouvre l'ensemble des dispositions qui permettent de s'assurer : 1) que les objectifs poursuivis par les dirigeants sont légitimes, 2) que les moyens mis en œuvre pour atteindre ces objectifs sont adaptés ». Le dispositif de *corporate governance* répond donc bien d'abord à une demande de justification qui se traduit par un droit de regard sur les moyens, c'est-à-dire sur l'organisation mise en place.

L'analogie avec la *pension governance* porte aussi sur les principes d'organisation. Ainsi, l'une des premières exigences formulée par la *corporate governance* est la transparence des actions des dirigeants, considérée comme un moyen privilégié de contrôle. Cette transparence consiste dans une lisibilité pour les actionnaires : l'actionnaire exige de l'entreprise qu'elle lui soit compréhensible. Cette lisibilité est obtenue à partir de deux principes essentiels d'organisation de l'entreprise : la communication financière et la segmentation en branches d'activités distinctes.

La *corporate governance* va cependant au-delà d'une simple exigence de lisibilité organisationnelle. De droit de regard, elle se transforme en pouvoir d'influence. Elle préconise des dispositifs (les comités indépendants d'audit, de transaction et de rémunération, destinés à éviter la collusion entre dirigeants et administrateurs), des règles de distribution et de contrôle (suppression des droits de vote double et des dispositions anti OPA), des orientations stratégiques (le recentrage sur le métier de base, la relation du capital, l'externalisation), des politiques de rémunération des dirigeants (prime et *stock options*). Elle vise ainsi à établir des règles de comportement, matérialisées sous forme de procédures (procédures des comités indépendants, procédures de *reporting* financier). Ces règles n'ont pas seulement vocation à rendre l'entreprise plus lisible pour son actionnaire, mais ont pour objectif de canaliser les décisions des



dirigeants dans un nouveau cadre organisationnel qui favorise la prise en compte des demandes des actionnaires.

Cette réorganisation interne des entreprises américaines ne porte pas sur des composants isolés mais consiste dans un nouveau design de l'ensemble de l'organisation. Elle transforme profondément l'entreprise en renouvelant les critères qui doivent guider la prise de décision (désormais en faveur de l'actionnaire) et les critères d'évaluation de la performance (Useem, 1993). Cette réorganisation peut prendre des formes variables d'une entreprise à l'autre, mais des éléments généraux apparaissent : la décentralisation (et donc la délégation) de l'autorité et l'autonomie accrue des unités opérationnelles, la diffusion d'une information focalisée sur la valeur pour l'actionnaire, une prise de décision sur la base de la valeur anticipée pour l'actionnaire et une réduction des états majors. Cet « alignement » des changements organisationnels ne provient pas d'une injonction des actionnaires de la même manière que la réorganisation du métier de la gestion d'actifs n'a pas été dictée par les *trustees*. Ces nouveaux principes d'organisation de l'entreprise constituent plutôt un cadre d'action qui oriente les décisions des dirigeants vers les directions préférées par les actionnaires institutionnels. Il s'agit donc « d'aligner » non seulement des comportements individuels mais l'ensemble de la structure organisationnelle de l'entreprise. C'est à travers cette structure que les actionnaires spécifient et évaluent les objectifs de l'entreprise et polarisent ainsi les décisions managériales.

La *corporate governance* n'est donc pas l'expression d'une demande substantielle précise de la part des actionnaires mais d'une demande de conformité à des principes organisationnels. De la même manière, la *pension governance* ne se réduit pas aux conséquences d'une concurrence acharnée pour la performance mais révèle au contraire un souci organisationnel. Finalement, le phénomène de *corporate governance* et ses conséquences sur l'organisation interne de l'entreprise apparaissent très semblables au mouvement de rationalisation de la gestion d'actifs, opéré dans la sphère financière, à partir des années 1970. C'est à ce titre qu'on peut parler d'une transmission du mode de gouvernement de la sphère financière au monde de l'entreprise. Ce mode de gouvernement se caractérise par 1) une forte segmentation des tâches qui conduit les agents à déléguer une partie de leurs fonctions à des experts plus qualifiés (sous forme de délégation fiduciaire de la fonction d'investissement, dans les fonds de pension, et sous forme de décentralisation et de segmentation en centre de profit, dans les entreprises), 2) un mode de délégation qui s'attache à vérifier les compétences organisationnelles du délégué (sélection des gestionnaires par les *trustees*, sélection des entreprises par le gestionnaire, sélection des managers par les dirigeants), 3) une organisa-



tion interne conçue pour être explicitée à l'extérieur de l'institution, accompagnée par une politique de communication très développée.

La lecture ici proposée nous permet de considérer la *corporate governance* non pas comme le vecteur d'une *one best way* que les investisseurs dicteraient implacablement aux entreprises mais comme un processus de justification des décisions entre des parties inégalement informées et compétentes. Ce processus a vocation à la fois à informer les investisseurs (grâce à une certaine transparence de l'organisation interne des entreprises) et à canaliser les comportements des dirigeants (grâce à des dispositifs organisationnels). Ce processus permet donc de stabiliser les anticipations des deux parties.

Le rapprochement que nous avons effectué avec la relation *trustee/gestionnaire* montre le même souci de stabilisation, à travers une même attention apportée par le mandant aux moyens mis en œuvre par le mandataire : le mandant s'intéresse tout autant aux performances substantielles du mandataire (rendement du portefeuille dans un cas, résultat de l'entreprise dans l'autre) qu'à ses procédures d'action (organisation interne). Les revendications exprimées par les actionnaires au travers des principes de la *corporate governance* relèvent donc d'un cadre plus général que celui qui consiste à les considérer comme l'expression d'un pouvoir saisi à l'occasion d'un rapport de force opportun et destinées à obtenir le maximum de rendement. Ce que montre l'analyse de l'ensemble de la chaîne de financement, c'est que ce nouveau pouvoir de *voice* des actionnaires possède une généalogie qui doit être recherchée dans le système de justification qui existe par ailleurs entre les autres intervenants situés en amont de cette chaîne. C'est donc l'ensemble de la chaîne de financement qui fait l'objet de ce type de régulation.

NOTES

1. On regroupe ici sous le terme de « gestionnaire » les acteurs proposant aux fonds de pension des services d'investissement de portefeuille. Il s'agit donc des différents types de société de gestion, *mutual funds* mais aussi investisseurs indépendants, compagnies d'assurance, départements de gestion d'actifs des banques.
2. La loi Erisa s'applique aux fonds de pension d'entreprises privées. Les fonds de pension publics sont régis par la législation locale des États. On constate cependant que les contraintes d'investissement imposées par Erisa ont été généralement intégrées par les fonds publics.
3. Les fonds de pension adoptent la structure juridique du *trust* pour pouvoir bénéficier des avantages fiscaux accordés par l'État. Le droit en vigueur est par conséquent le *droit des trusts*. Mais il s'agit d'un droit par défaut qui recommande plutôt qu'il n'impose et permet de nombreuses dérogations. Le corpus de règles se présente sous la forme du *restatement of trust*, qui est une codification de la jurisprudence, établie à titre privé, et qui n'est donc pas universellement reconnue par les juges.
4. Le second *restatement of trusts* (1959) reconnaît toutefois une délégation *de facto* de la fonction d'investissement puis des lois fédérales (1964, 1972) préparent la délégation promue par Erisa.
5. Enquête menée aux États-Unis, en septembre 1999, avec J.M. Pernot et C. Sauviat (IRES) pour la DARES (rapport pour la DARES, « l'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès des grandes entreprises françaises ». Ministère de l'Emploi et de la Solidarité).



6. Cette distinction entre investigation et recours à la réputation rejoint les deux formes de mesure des entreprises, qualification et réputation, établies par Eymard Duvernay (1994, p. 329).
7. Les termes *instividual* et *individual* ont été utilisés par l'un des gestionnaires de *mutual fund* interviewé, pour décrire la segmentation de la gestion collective entre gros fonds et petits fonds DC. En revanche, les termes de gestion dédiée et de gestion institutionnelle font référence à la configuration française de la gestion d'actifs mais sont pertinents pour décrire la réalité américaine.
8. Pour une analyse des modèles d'évaluation financière de l'entreprise, se reporter à (Taddjedyne, 2000).

BIBLIOGRAPHIE

- APROBERTS L., (2000) : « Les retraites aux États-Unis - sécurité sociale et fonds de pension », La Dispute, Paris.
- BAUDRU D. ET KEDICHI M., (1998) : « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'économie financière*, n° 48, juillet.
- BERNSTEIN P., (1995) : « Des idées capitales », PUF, Paris.
- BLOCK S., (1999) : « A study of financial analysts : practice and theory », *Financial Analysts Journal*, July/August, p. 86-95.
- BOLTANSKI L., THEVENOT L., (1991) : « De la justification, les économies de la grandeur », Gallimard, Paris.
- CARTER R., VAN AUKEN H., (1990) : « Security analysis and portfolio management : a survey and analysis », *The Journal of Portfolio Management*, Spring, p. 81-85.
- DOL, (1977) : « Style and format of summary plan description », 29 CFR 2520.102-2, Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington DC.
- DOL, (1994) : « Interpretative Bulletin relating to Written Statements of Investment Policy, including Proxy Voting Policy or Guidelines », 29 CFR 2509.94-2, Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington DC.
- DOL, (1998) : « Contents of summary plan description », 29 CFR 2520.102-3 ; § (s) et § (t)(2), Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington DC.
- DOL, (1999) : « Abstract of 1996 Form 5500 Annual Report, Private Pension Plan Bulletin n° 9, Winter 1999-2000 », US Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration, Washington DC : US Government Printing Office.
- EYMARDE DUVERNAY F., (1994) : « Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens » in « Analyse économique des conventions », sous la direction de A. Orléan, PUF, Paris.
- GARRONE F., (1995) : « L'analyste financier face aux nouvelles techniques de gestion développées aux États-Unis » - *Analyse financière* hors série : « 25 ans d'Analyse financière ».
- HEC, (1997) : « Corporate governance : une synthèse de la littérature », Groupe HEC, 78351 Jouy-en-Josas.
- HIRSCHMAN A., (1995) : « Défection et prise de parole : théorie et applications », Fayard, Paris.
- HOUTHAKKER H., WILLIAMSON P.J., (1996) : « The economics of financial markets », Oxford University Press, Oxford.
- JAHNKE W., (1999) : « Financial planning and investment management : reality or illusion ? », *Journal of financial planning*, November.
- MONTAGNE S., (2000) : « Retraite complémentaire et marchés financiers aux États-Unis », *L'Année de la Régulation*, n° 4.
- ORLEAN A., (1999) : « Le pouvoir de la finance », éditions Odile Jacob, Paris.
- SASS S., (1997) : « The promise of private pensions », Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- SHARPE W. ALEXANDER G., BAILLEY J., (1999) : « Investments », Prentice Hall, New Jersey.
- TADDJEDYNE Y., (2000) : « Modèles fondamentaliste, stratégique, conventionnaliste : une typologie de la décision spéculative », thèse de doctorat de l'Ecole Polytechnique soutenue le 30/11/2000.
- US CODE, 1999 : Title 29 (ERISA), révisé au 05/09/99, <http://www4.law.cornell.edu/uscode/29>.
- USEEM M., (1993) : « Executive defense : shareholder power and corporate reorganisation », Harvard University Press, Cambridge Massachusetts.