

Collection
Études théoriques

no **ET1111**

La construction des savoirs sur le
contrôle financier des régimes de
retraite au Québec et les enjeux de
l'action collective

Frédéric Hanin

Novembre 2011

Cahiers du Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES)

Collection Études théoriques - no ET1111

« La construction des savoirs sur le contrôle financier des régimes de retraite au Québec et les enjeux de l'action collective »

Frédéric Hanin, professeur agrégé au département des relations industrielles, Université Laval

ISBN : 978-2-89605-331-5

Dépôt légal : 2011

Bibliothèque et Archives nationales du Québec
Bibliothèque et Archives nationales du Canada

PRÉSENTATION DU CRISES

Notre Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES) est une organisation interuniversitaire qui étudie et analyse principalement « les innovations et les transformations sociales ».

Une innovation sociale est une intervention initiée par des acteurs sociaux pour répondre à une aspiration, subvenir à un besoin, apporter une solution ou profiter d'une opportunité d'action afin de modifier des relations sociales, de transformer un cadre d'action ou de proposer de nouvelles orientations culturelles.

En se combinant, les innovations peuvent avoir à long terme une efficacité sociale qui dépasse le cadre du projet initial (entreprises, associations, etc.) et représenter un enjeu qui questionne les grands équilibres sociétaux. Elles deviennent alors une source de transformations sociales et peuvent contribuer à l'émergence de nouveaux modèles de développement.

Les chercheurs du CRISES étudient les innovations sociales à partir de trois axes complémentaires : le territoire, les conditions de vie et le travail et l'emploi.

Axe innovations sociales, développement et territoire

- Les membres de l'axe innovations sociales, développement et territoire s'intéressent à la régulation, aux arrangements organisationnels et institutionnels, aux pratiques et stratégies d'acteurs socio-économiques qui ont une conséquence sur le développement des collectivités et des territoires. Ils étudient les entreprises et les organisations (privées, publiques, coopératives et associatives) ainsi que leurs interrelations, les réseaux d'acteurs, les systèmes d'innovation, les modalités de gouvernance et les stratégies qui contribuent au développement durable des collectivités et des territoires.

Axe innovations sociales et conditions de vie

- Les membres de l'axe innovations sociales et conditions de vie repèrent et analysent des innovations sociales visant l'amélioration des conditions de vie, notamment en ce qui concerne la consommation, l'emploi du temps, l'environnement familial, l'insertion sur le marché du travail, l'habitat, les revenus, la santé et la sécurité des personnes. Ces innovations se situent, généralement, à la jonction des politiques publiques et des mouvements sociaux : services collectifs, pratiques de résistance, luttes populaires, nouvelles manières de produire et de consommer, etc.

Axes innovations sociales, travail et emploi

- Les membres de l'axe innovations sociales, travail et emploi orientent leurs recherches vers l'organisation du travail, la régulation de l'emploi et la gouvernance des entreprises dans le secteur manufacturier, dans les services, dans la fonction publique et dans l'économie du savoir. Les travaux portent sur les dimensions organisationnelles et institutionnelles. Ils concernent tant les syndicats et les entreprises que les politiques publiques et s'intéressent à certaines thématiques comme les stratégies des acteurs, le partenariat, la gouvernance des entreprises, les nouveaux statuts d'emploi, le vieillissement au travail, l'équité en emploi et la formation.

LES ACTIVITÉS DU CRISES

En plus de la conduite de nombreux projets de recherche, l'accueil de stagiaires postdoctoraux, la formation des étudiants, le CRISES organise une série de séminaires et de colloques qui permettent le partage et la diffusion de connaissances nouvelles. Les cahiers de recherche, le rapport annuel et la programmation des activités peuvent être consultés à partir de notre site Internet à l'adresse suivante : <http://www.cris.es.uqam.ca>.

Juan-Luis Klein
Directeur



NOTES SUR L'AUTEUR

Frédéric HANIN est professeur agrégé au Département des relations industrielles, à l'Université Laval et membre régulier du CRISES.

TABLE DES MATIÈRES

TABLEAUX	IX
RÉSUMÉ	XI
INTRODUCTION	13
1. LA CONSTRUCTION DES SAVOIRS SUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	17
1.1 Les investisseurs institutionnels comme catégorie statistique.....	17
1.2 Une tradition de l'analyse des investisseurs institutionnels : les travaux sur le contrôle de l'économie par la finance	19
1.3 Les investisseurs institutionnels comme forme de contrôle financier dans les travaux d'économie politique.....	21
2. UNE ETUDE DE CAS DES EFFETS DE LA FINANCIARISATION	25
2.1 La financiarisation de la CDP et les régimes de retraite	25
2.2 Les apories du contrôle de la politique de placement par les déposants.....	27
2.3 La nécessité du contrôle par l'État pour assurer la régulation du système de retraite.....	28
3. UN CADRE D'ANALYSE DE L'ACTION COLLECTIVE DES SYNDICATS DANS LE DOMAINE DE LA RETRAITE.....	31
CONCLUSION	35
BIBLIOGRAPHIE	37

TABLEAUX

Tableau 1 : Les investisseurs institutionnels	18
Tableau 2 : Les dimensions de l'action syndicale	33

RÉSUMÉ

Ce texte vise à présenter un programme de recherche sur la régulation des régimes de retraite au Québec à travers trois moments de la recherche : 1) la construction des savoirs par l'analyse des régimes de retraite comme investisseurs institutionnels ; 2) Une étude de cas emblématique des transformations récentes de la régulation des régimes de retraite au Québec sous l'effet de la financiarisation, ainsi que des enjeux de cette transformation pour la régulation par l'action collective des syndicats et des administrations publiques ; 3) Une analyse des enjeux de la documentation de place de l'action syndicale dans la régulation des régimes de retraite au Québec. En présentant ce programme de recherche, il s'agit de montrer les liens entre les recherches théoriques et les recherches empiriques, les communautés de recherche qui ont structuré la construction des connaissances, ainsi que les liens entre les transformations institutionnelles et l'action collective.

Mots clés : investisseurs institutionnels, économie politique, régimes de retraite, action collective.

INTRODUCTION

«The capitalist system depends on investments. (...) If these investments are jeopardized by insecurity, then the capitalistic system stops for the time being. The security of these investments, no matter how lawfully or unlawfully the properties may have been acquired, is more important than the efficiency of labor or the inventions of scientists and engineers.» (Commons, 1950, p. 320)

La crise financière de l'année 2008 a mis au centre de l'actualité la question de la régulation du capitalisme financier et l'inefficacité des règles de gouvernance du secteur financier comme protection de l'intérêt général face aux intérêts financiers privés. La mise en place de dispositifs de socialisation des dettes financières (plans de sauvetage, nationalisations, injections de liquidités monétaires) pour faire face à la crise pose la question de la régulation de la sphère financière, bien au-delà de l'amélioration de l'efficacité informationnelle des marchés. C'est plus largement la question de la régulation du comportement des acteurs eux-mêmes qui est posée. Il n'existe pas à notre connaissance d'études historiques, ethnographiques ou encore sociologiques qui permettent d'observer en profondeur la nature des processus collectifs de décision au sein de ces organisations. Hendry *et al.* (2006) utilisent des matériaux d'entrevues avec des dirigeants d'investisseurs institutionnels pour opposer à la vision standard de la responsabilité des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires, une vision plus proche de leur statut d'acheteurs et de vendeurs de titres financiers sans réelles responsabilités vis-à-vis des entreprises dont il détient les titres.

Le système de revenu de retraite au Canada et au Québec connaît des transformations importantes au moment même où il doit assurer la sécurité des revenus à la retraite pour les nouveaux retraités qui la prennent actuellement ou qui vont la prendre dans les années à venir. Cette exigence d'augmentation des prestations financières s'accompagne de la fragilisation des régimes de retraite collectifs sous l'effet des crises financières récentes et des congés de cotisations de la fin des années 1990. Aujourd'hui, une grande proportion de ces régimes est en déficit, ce qui incite les employeurs à modifier leur implication dans le financement de ces régimes, soit à travers une transformation de la structure des régimes, soit en faisant pression sur les employés pour augmenter leur participation au financement de ces régimes. Du côté des politiques publiques, la tendance est à la remise en cause des régimes collectifs pour favoriser les régimes individuels, même s'ils présentent sur plusieurs dimensions (sécurité des prestations,

niveau de prestation, taux de couverture, etc.) des défauts majeurs par rapport aux régimes collectifs à prestations déterminées (RRQ, 2010).

En s'appuyant sur les travaux de Foucault (2004), on peut opposer deux approches de la régulation des investisseurs institutionnels. Une première approche conçoit le principe de la régulation principalement sur le modèle de la main invisible d'A. Smith (1776). Dans ce modèle bien connu, ce qui doit demeurer invisible c'est l'intérêt collectif (ou encore national) alors que les intérêts privés peuvent s'exprimer sur la base des droits de propriété. Dans le domaine des investisseurs institutionnels, cette approche est celle qui est encouragée par les institutions internationales à travers la diffusion de normes de bonne gouvernance (Musalem et Palacios, 2004). Elle conduit à nier les liens qui existent entre les structures politique et sociale qui président au financement des investisseurs institutionnels et la structure de gestion de ces fonds. La bonne gouvernance consiste alors à créer des règles qui évitent l'intervention politique supposée néfaste pour la rentabilité des investissements.

Une seconde approche de la régulation, celle de l'économie politique, conçoit les intérêts privés au sein d'une collectivité plus large, sur la base d'une forme de copropriété (indivise) de droits sociaux. Dans le domaine des investisseurs institutionnels, cela revient à tenir compte des conflits qui existent entre la gestion financière et la structure sociale et qui président à la création des investisseurs institutionnels, en identifiant des formes collectives d'administration des conflits entre le travail et capital ; entre la logique financière et la logique industrielle ; ou encore entre le secteur public et le secteur privé. L'approche de l'économie politique aborde donc la régulation comme une question politique avant d'être économique, que ce soit sous la forme de gestionnaire de la dette sociale (Aglietta, 1998) ou comme la conséquence du retrait de l'État des politiques publiques (Harmes, 1998).

Malgré l'impressionnante accumulation de connaissances sur les investisseurs institutionnels, l'étude de l'architecture interne de ces acteurs reposant sur une approche théorique explicite demeure un travail à réaliser, ce que Brabet (2002) exprime parfaitement en qualifiant les investisseurs institutionnels de « boîte noire ».

La question de recherche est celle du mode de régulation des investisseurs institutionnels que sont les régimes de retraite. S'il existe bien un ensemble de normes juridiques et politiques qui encadrent les pratiques des acteurs dans la mise en place, la gestion et la terminaison des régimes de retraite, il n'est pas évident d'évaluer la nature de l'action collective dans cette régulation, alors même que ces régimes sont volontaires et leur implantation repose donc sur la volonté des acteurs collectifs du monde du travail. Comment, dans ce contexte institutionnel, comprendre la dynamique des régimes complémentaires de retraite au Québec ?

Pour répondre à cette question, la section suivante est consacrée à la construction des savoirs sur les investisseurs institutionnels dans la perspective analytique de la financiarisation qui situe, au cœur de l'analyse des investisseurs institutionnels, la question du contrôle de la finance sur le développement économique et social. Nous voulons montrer qu'il existe bien une tradition d'économie politique qui supporte la perspective analytique que nous avons choisie.

La section 3 aborde une étude de cas du principal gestionnaire des fonds des régimes publics de retraite et des régimes complémentaires de retraite du secteur public. Ce cas n'a pas été choisi au hasard. C'est l'organisation qui a perdu le plus d'argent lors de la crise financière de 2007-2008. Au delà des raisons techniques qui peuvent expliquer ces pertes, nous voulons montrer la transformation de la nature de la régulation de cet investisseur sous l'effet de la financiarisation. Pour les acteurs collectifs, cette transformation de la régulation a posé des problèmes importants.

La section 4 présente les fondements et les dimensions de l'analyse du rôle des syndicats dans la régulation des régimes de retraite au Québec. Dès lors que l'on considère l'action collective des syndicats d'un point de vue global, il nous semble possible de poser les bases d'une enquête sur cet acteur qui est au cœur de la régulation des régimes de retraite au Québec.

1. LA CONSTRUCTION DES SAVOIRS SUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

L'investisseur institutionnel est un objet singulier dans la littérature. Il n'a pas réellement d'histoire, il n'est que très peu l'objet d'observations *in situ*, mais il est très fréquemment mobilisé tant dans la littérature financière que dans la littérature sur le travail et l'emploi. Cette première partie établit les fondements de l'analyse des investisseurs institutionnels à partir d'une approche institutionnaliste des liens entre la finance et l'industrie (Hanin, 2005).

1.1 Les investisseurs institutionnels comme catégorie statistique

Il faut remarquer que ce concept a un statut équivoque dans la littérature économique dans la mesure où : 1) soit l'investisseur institutionnel est défini trop précisément comme un ensemble d'acteurs (fonds mutuels, fonds de pension, compagnies d'assurance), masquant alors les liens avec les autres acteurs économiques et financiers (les banques et les gouvernements notamment), 2) soit il définit trop largement comme des organismes de placement collectif (Boubel et Pansard, 2004), tout acteur collectif au sein de la sphère financière devenant alors un investisseur institutionnel.

L'investisseur institutionnel se définit tout d'abord au plan statistique par une catégorisation développée par l'OCDE (NEC 95) à partir de définitions nationales. À titre d'exemple, Statistique Canada définit les investisseurs institutionnels de la façon suivante :

« Organisations qui achètent et vendent habituellement des valeurs mobilières en très grandes quantités. Les investisseurs institutionnels sont moins bien protégés par la réglementation, parce que l'on suppose qu'ils connaissent mieux le secteur et qu'ils sont en mesure de mieux se protéger eux-mêmes. Les plus grands investisseurs institutionnels canadiens sont les fonds de pension, les fonds communs de placement, les caisses en gestion distincte et les fonds collectifs ainsi que les fonds généraux des compagnies d'assurance. » (Statistique Canada, <http://www.statcan.gc.ca/nea-cen/gloss/bp-fra.htm>).

L'investisseur institutionnel est donc un gestionnaire d'actifs qui réalise des transactions plus importantes que la moyenne des investisseurs et qui est doté d'une capacité d'autorégulation.

Pour 17 pays de l'OCDE, le poids des actifs financiers en pourcentage du PIB a augmenté de 52,4 % entre 1995 et 2005. Le tableau suivant présente une description des principaux investisseurs institutionnels.

Tableau 1 : Les investisseurs institutionnels

Types	fin 2008 – trillions de dollars
Fonds de pension	25,0
Fonds mutuels	22,0
Assurances	17,0
Fonds souverains	3,9
Fonds d'arbitrage	1,7
Placements privés	0,7

Source : IFSL (2009).

L'investisseur institutionnel a un statut hybride, car il peut être à la fois gestionnaire d'actifs financiers, fiduciaire de l'épargne collective, investisseur sur les marchés financiers, banque d'affaire, acteur de la gestion de la dette publique et « incubateur » des politiques de développement du tissu industriel et de la production de biens publics dans le cas des investisseurs institutionnels publics. La dénomination a ainsi évolué d'investisseur institutionnel, à gestionnaire d'actifs, puis à fonds d'investissement ou encore plus récemment à celle de fonds souverains. Si au départ, cette catégorie était réservée à l'utilisation des réserves de change et des rendements de l'exploitation des ressources naturelles, certaines définitions incluent maintenant les fonds d'épargne collective tels que les réserves des régimes de retraite ou les sociétés d'État financières (Weiss, 2008, p. 6). On recense généralement trois types de fonds souverains (Blundell-Wignall et coll, 2008). Il y a tout d'abord les fonds souverains au sens strict dont la mission est de diversifier et d'augmenter le rendement sur la détention de réserves de change ou de revenus tirés de la vente de matières premières. Il y a ensuite les fonds de réserve de la sécurité sociale qui sont abondés par les cotisations à des régimes publics de sécurité sociale et de retraite, que ces fonds soient gérés par des organismes indépendants ou non. Il y a enfin, les fonds de réserve des retraites qui sont mis en place par les gouvernements pour réduire les impacts fiscaux des changements démographiques et qui sont financés directement par des transferts fiscaux. La préoccupation des pouvoirs publics et des chercheurs pour la catégorie des fonds souverains s'est faite aussi sur le thème du pouvoir de contrôle de ces fonds sur les entreprises et la dette publique (Betbèze, 2008).

La définition des investisseurs institutionnels, telle qu'elle est utilisée par les organisations internationales comme l'OCDE, présente une forte ambiguïté pour l'analyse du secteur financier, car les plus importants investisseurs institutionnels sont rattachés de près ou de loin à des administrations publiques, comme le fonds d'investissement des retraites du gouvernement japonais (935,5 milliards de dollars en 2006), le fonds d'investissement des retraites néerlandais ABP, la Caisse de dépôt et placement du Québec, ou encore le CPPIB au Canada. La gestion de *fonds publics* de la part des investisseurs institutionnels (soit parce qu'ils résultent de la mise en place de politiques publiques d'épargne-retraite, soit parce que ce sont des employés du secteur public qui sont concernés) est une dimension rarement évoquée. On peut ainsi analyser la catégorie des investisseurs institutionnels comme des gestionnaires de la « dette sociale » (Aglietta, 1998). L'annexe présente les principaux gestionnaires de la dette sociale et les fonds souverains qui sont rattachés au secteur public financier.

La catégorie d'investisseur institutionnel a ceci d'intéressant qu'il est à la fois un objet positif et normatif. On peut faire la liste des investisseurs institutionnels dans différents pays. Mais c'est aussi une forme de projection normative, une utopie, au sens où le concept d'investisseur institutionnel est au cœur de la possible régulation du capitalisme financier à travers des organisations publiques dont l'assise collective explique la présence de propriétés spécifiques que n'ont pas des organisations privées. Hawley et Williams (2000) présentent l'idée selon laquelle les investisseurs institutionnels sont en fait des investisseurs universels dont la diversification de leurs placements les conduit à être sensible à la croissance macroéconomique, et pas seulement au rendement de chacun des actifs détenus. Morin (1998) associe les modèles nationaux de détention et de gestion du capital au comportement des investisseurs institutionnels qui gèrent les fonds des régimes de retraite et qui peuvent contrôler la structure du capital des entreprises sur une place financière pour faciliter la formation de pôles financiers en surplomb de la concurrence. Aglietta (2008) met en parallèle les fonds souverains et l'avenir du capitalisme au travers de leur horizon de placement à long terme centré sur la valeur fondamentale des titres au-delà des fluctuations boursières à court terme, et de leur comportement en matière de gouvernance des entreprises.

1.2 Une tradition de l'analyse des investisseurs institutionnels : les travaux sur le contrôle de l'économie par la finance

L'origine du terme d'investisseur institutionnel remonte aux années 1960 aux États-Unis. Depuis 1965, G. Kaplan publiait un journal professionnel intitulé "*Institutional Investor*" qui connaissait un grand succès et lui même était plutôt réticent à la "nouvelle" théorie de

la gestion de portefeuilles fondée sur l'efficience des marchés financiers qui n'ait l'influence de certains acteurs sur le marché (Bernstein, 2000, p. 254). En 1971, la Securities and Exchange Commission publie un rapport dans lequel le terme d'investisseur institutionnel apparaît explicitement. Ce rapport est basé sur une recherche au NBER de R. Goldsmith (1971). Ce travail avait des visées de développement des outils statistiques, mais également des préoccupations de réglementation devant le développement des véhicules de placement (exotiques) et la concentration de la propriété dans le secteur financier (SEC, 1971, p. XII).

La question des impacts potentiels de la concentration financière, à travers le développement des investisseurs institutionnels, n'est pas nouvelle. Dans les années 1930, cette question s'était déjà posée aux États-Unis dans le cas des *holdings* bancaires qui cumulaient les activités de banque commerciale et de banque d'affaire. La législation de l'époque, le *Glass-Steagall Act* avait instauré un principe de non cumul des activités bancaires pour éviter que les activités financières des banques ne viennent mettre en péril le réseau des activités bancaires pour les particuliers et les entreprises (Hanin, 2003). La thématique du contrôle va être documentée statistiquement à travers la construction d'indicateur du niveau de participation des groupes financiers au capital des grandes entreprises. C'est cette dimension du contrôle qui a motivé la plupart des travaux sur les investisseurs institutionnels avant son identification comme catégorie statistique. L'importance des investisseurs institutionnels dans les entreprises provient du contrôle du capital social des entreprises qui sont cotées en bourse. Perlo (1957) arrive à la conclusion que 8 groupes financiers détiennent le pouvoir économique aux États-Unis, à la différence des thèses sur le contrôle interne des groupes industriels (Berle et Means, 1932). L'auteur insiste sur le rôle des départements de gestion de titres (*trust-department*) des grandes banques comme mode de contrôle. Les travaux de J.M. Chevalier (1970) permettront une analyse systématique du contrôle de la propriété des 200 plus grandes entreprises industrielles américaines. En France, Morin (1974) analyse la structure financière du capitalisme français à partir du concept de société mère "qui coordonne financièrement l'action de leurs filiales" (Morin, 1974, p. 24). À partir de ce premier travail, il a été possible pour l'auteur de construire des données statistiques sur les formes de propriété et de contrôle des détenteurs de capitaux par les investisseurs institutionnels (Morin, 1994). Au Canada, le premier travail universitaire sur les liens entre les entreprises à travers les participations croisées aux conseils d'administration est celui de Niosi (1980) et cette tradition sera poursuivie notamment par Carroll (2006).

Dans la période récente de concentration financière précédant la crise financière, Morin (2006) analyse la construction d'un nouveau « mur » de l'argent à travers la présence au

sein du système financier d'un oligopole bancaire qui contrôle les taux d'intérêts au détriment des banques centrales. Aglietta *et al.* (2007) analysent la structure des investisseurs de long terme dans les domaines de l'allocation des actifs, de la délégation de gestion et de la gouvernance d'entreprise. Les études sur les fonds souverains portent principalement sur deux questions : la transparence de ces investisseurs et l'utilisation des fonds à des fins politiques qui remettent en cause l'efficacité des marchés financiers (Weiss, 2008). Brabet (2002) souligne le lien entre les investisseurs institutionnels, le développement de multinationales en réseaux et la segmentation du travail. Kleiner (2003) associe la présence d'investisseurs institutionnels, sous la forme de fonds communs de placements, à la « prise de pouvoir d'un groupe d'individus dans le champ professionnel » à travers le nouveau métier de la gestion d'actifs financiers. Morin et Rigamonti (2002) étudient l'impact de la montée des investisseurs institutionnels sur la structure de l'actionnariat des groupes français. Campo (2007) fait l'hypothèse d'un lien direct entre la présence des investisseurs institutionnels et la politique d'investissement des groupes européens.

Il existe donc une tradition de l'analyse des investisseurs institutionnels qui repose sur la question du contrôle de l'activité économique et financière par quelques acteurs qui détiennent une grande part des ressources financières et concentrent les différentes activités du secteur au sein d'une même entité juridique.

1.3 Les investisseurs institutionnels comme forme de contrôle financier dans les travaux d'économie politique

On peut trouver, chez les auteurs institutionnalistes, des analyses importantes pour comprendre la dimension institutionnelle des investisseurs. Il s'agit ici de mettre en lumière les fondements théoriques d'une approche institutionnaliste des investisseurs institutionnels fondée sur le contrôle à partir d'une analyse des travaux de Keynes (1930, 1936), Commons (1924, 1934, 1950) et Polanyi (1944).

Keynes étudie les conditions de la socialisation de l'investissement des entreprises à travers les relations entre la banque, l'entreprise et le marché financier (Keynes, 1936). La spécificité de l'analyse keynésienne réside dans la reconnaissance de complémentarités entre ces trois institutions pour expliquer le poids social des décisions des investisseurs (Hanin, 2005). À partir de sa propre expérience de gestionnaire de fonds, Keynes met en évidence la contradiction entre la recherche de liquidité des investisseurs, plus

particulièrement les fonds spéculatifs, et la réduction du chômage par l'investissement réel (Hanin, 2003).

«For the value of a security is determined, not by the terms on which one could expect to purchase the whole block of the outstanding interest, but by the small fringe which is the subject of actual dealing ; just as current new investment is only a small fringe on the edge of the totality of existing investments. Now this fringe is largely dealt in by professional financiers – speculators you may call them – who have no intention of holding the securities long enough for the influence of distant events to have its effect; their object is to re-sell to the mob after a few weeks or at most a few months.» (Keynes, 1930, VI : 323-324).

Il propose ainsi une forme nouvelle de contrôle des détenteurs de capitaux sur les entreprises à travers le contrôle des anticipations (baissières ou haussières) sur les marchés financiers par les investisseurs institutionnels. Pour Keynes, l'enjeu central du capitalisme avancé dans une société vieillissante est d'assurer la solidarité entre les membres de la société par la baisse des taux d'intérêts et des investissements de long terme.

« Avec une population stationnaire, le maintien de la prospérité et de la paix civile dépendra absolument d'une politique d'accroissement de la consommation impliquant une répartition plus égalitaire des revenus et une politique de baisse du taux d'intérêt qui rende profitable un allongement substantiel de la période de production. (...) Si la société capitaliste refuse que les revenus soient répartis de façon plus égalitaire et si les forces de la banque et de la finance réussissent à maintenir le taux d'intérêt aux alentours de la valeur moyenne qu'il a connue (...), alors une tendance chronique au sous-emploi des ressources sapera et finira par détruire notre forme de société. » (Keynes, 1937, cité dans Keynes 2002, p. 271).

Commons aborde la question du capitalisme financier à travers la construction juridique du « *holding* financier » pour prendre le contrôle d'un secteur industriel et réduire la concurrence sans être juridiquement un cartel (Commons, 1950, p. 60). Il met ainsi en évidence les tensions entre le « gouvernement » financier et le gouvernement industriel au sein de l'administration des industries. Ici c'est le contrôle, actionnarial et industriel, sur la propriété qui prime pour comprendre l'influence du capital intangible sur l'emploi et les salaires. Commons (1934, p. 649-654) s'inspire bien entendu de Veblen (1904) pour construire son analyse de la propriété intangible, mais il ajoute une dimension juridique novatrice et une perspective méso-économique de l'industrie qui manquait à l'analyse de

Veblen. La notion de *holding* financier est développée dans le dernier ouvrage de Commons (1950) qui sera publié après sa mort. Il redéfinit sa typologie du capitalisme en redéfinissant le stade du capitalisme bancaire en stade du capitalisme financier fondé sur la présence de *holdings* financiers.

«The term "financial capitalism" is used to indicate a third stage of the capitalist system. It followed "merchant capitalism" and "industrial capitalism". (...) The beginning of the twentieth century (1900) brought a great legal invention, the "holding company", that made possible the financial capitalism in the United States, which expanded and then collapsed in 1929.» (Commons, 1950, p. 61-62).

Le contrôle des anticipations, de la futurité dans les termes de Commons, s'effectue par une construction juridique qui permet de concentrer le pouvoir des employeurs dans une industrie donnée et donc d'en contrôler l'évolution en l'absence de contre pouvoir syndical ou d'instance administrative sur laquelle siège les acteurs sociaux.

Polanyi présente les fondements du contrôle bancaire du capitalisme, à travers le développement de la banque d'affaire internationale : « la haute finance » (Polanyi, 1944).

«Haute finance, an institution sui generis, peculiar to the third of the nineteenth and the first third of the twentieth century, functioned as the main link between the political and the economic organization of the world. (...) Organizationally, haute finance was the nucleus of one of the most complex institutions the history of man has produced.» (Polanyi, 1944, p. 10-11).

Ce mode de contrôle interdit cependant la régulation politique de l'activité financière et mine la souveraineté politique par les conséquences de l'ingénierie financière sur l'activité réelle et l'indépendance financière de l'État. Ici, c'est le contrôle sur le crédit et la dette publique et des flux internationaux de capitaux qui est mis de l'avant pour expliquer l'influence d'organisation privée sur les choix publics et le bien être collectif.

Les investisseurs acquièrent donc une dimension institutionnelle à partir du moment où ils sont en mesure de contrôler les décisions d'autres acteurs collectifs à travers des dispositifs collectifs de décisions (salles de marché, conseils d'administration, comités de placement). C'est l'œuvre de Commons qui s'avère la plus riche pour analyser ces formes de contrôle au sein des investisseurs institutionnelles dans la mesure où l'institution est défini d'emblée comme l'action collective en contrôle de l'action individuelle (Commons, 1950, p. 34).

2. UNE ETUDE DE CAS DES EFFETS DE LA FINANCIARISATION

L'analyse du cas de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDP) permet de comprendre l'articulation entre la gestion des régimes de retraite et la gestion financière des fonds qui sont contrôlés par les gestionnaires du secteur financier. Ce cas permet notamment de comprendre comment la financiarisation de la gestion des fonds, par l'utilisation de produits dérivés notamment, peut trouver une légitimation dans le vieillissement de la population et ses conséquences sur les régimes de retraite. Les acteurs collectifs, administrations publiques ou organisations syndicales ont alors dans ce contexte bien du mal à assurer un minimum de régulation sur le comportement financier du gestionnaire de fonds.

2.1 La financiarisation de la CDP et les régimes de retraite

Depuis sa création en 1965, la Caisse a développé toutes les activités des investisseurs institutionnels. Elle est un fond d'investissement public dans la mesure où elle reçoit des dépôts d'organismes publics comme des caisses de retraite ou des régimes d'assurance. Le principal déposant en 2008 est le régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics, avec un capital de 33,794 milliards de dollars. De par ses activités, la Caisse est une société de fiducie dans la mesure où les différents déposants bénéficient d'une structure collective de placement dont le rendement dépend des placements financiers faits par les gestionnaires de la Caisse. Mais du point de vue législatif, les déposants ne peuvent choisir un autre gestionnaire d'actifs.

Du côté des placements, la Caisse intervient dans de nombreux domaines d'activités. Depuis sa création, elle a eu un rôle important pour soutenir la liquidité des obligations émises par le gouvernement du Québec, alors que cette activité est généralement dévolue aux banques centrales. De part sa politique de placement, la Caisse a aussi eu une fonction de banque d'investissement, car elle détient une part importante des titres émis par les entreprises québécoises. La Caisse est aussi un fonds spéculatif qui s'appuie sur l'endettement pour accroître son poids financier sur les marchés (en 2008, le passif de la Caisse s'élevait à 66,784 milliards de dollars sur un actif total sous gestion de 220,424 milliards de dollars). Enfin, la Caisse intervient aussi dans le domaine de l'immobilier (21,6 % en 2008) ou dans le domaine des placements privés non boursiers (8,3 % en 2008).

Les réformes de la gouvernance de la CDP votées en 2004, à travers le mode de nomination du conseil d'administration et la redéfinition de son mandat, ne sont pas seulement des réformes de

structure, elles procèdent d'une vision politique de la place de la CDP dans la société québécoise. Ainsi, la définition du mandat de la Caisse est présentée par son directeur de l'époque comme l'inscription législative de la place de la Caisse dans le système institutionnel des retraites au Québec. Cela est clairement exprimé dans un discours prononcé en 2005 par son directeur général devant le Cercle canadien de Montréal (Rousseau, 2005). La priorité du rendement financier sur le développement économique est le reflet de la transformation sociale du vieillissement de la population qui implique dans l'analyse actuarielle du RREGOP qu'à chaque pourcentage de rendement correspond une variation du taux de cotisation de 4 %. H-P. Rousseau compare ainsi une baisse de rendement à une augmentation des impôts "sans contrepartie" (Rousseau, 2005, p. 3).

« On ne le dira jamais assez : la première façon pour la Caisse de contribuer au développement économique du Québec, c'est de rechercher et d'obtenir le meilleur rendement possible sur ses placements, sous contrainte d'un niveau de risque acceptable pour les régimes des déposants. » (Rousseau, 2005, p. 3).

Ce discours est typique du discours de la financiarisation car il met sur le même plan le rendement financier et les cotisations sociales, alors que ces deux éléments ne peuvent être substitués l'un à l'autre. Le rendement n'est qu'un élément de stabilisation d'un régime de retraite et non pas un élément de financement du régime comme c'est devenu le cas très souvent dans les régimes d'accumulation de capital. La financiarisation s'observe également par l'abandon de la réflexion en terme de circuit financier sur le territoire du Québec, la recherche exclusive de rendement financier prenant la place de l'objectif de couverture de la main d'œuvre et d'amélioration des conditions d'emploi qui ont un impact sur la capacité de cotisation des participants (aussi bien les employeurs que les salariés).

La réforme de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec a également conduit à un affaiblissement du contrôle des acteurs sociaux et gouvernementaux et à un renforcement du contrôle financier à travers une réforme du double mandat, une réforme du conseil d'administration et une réforme des liens avec les déposants en leur proposant une relation de « clientèle » et non plus une relation de mandataire basée sur une obligation de moyen en relation avec le mandat de la CDP. Il existait donc une relation institutionnelle entre les régimes de retraite qui étaient des déposants et le gestionnaire des fonds. Cette relation institutionnelle correspondait une boucle macroéconomique dans l'utilisation des fonds du secteur public. En investissant dans l'économie du Québec, la CDP contribue directement (lorsqu'elle investit dans le secteur de la construction par exemple) ou indirectement à renforcer le financement du régime de rentes du Québec ou des régimes de retraite des employés du secteur public (qui sont les principaux déposants).

Le cas de la Caisse comme gestionnaire de la dette sociale des régimes publics de retraite du Québec et d'autres fonds publics permet une analyse des difficultés de régulation des "conglomérats financiers" qui peuvent développer des innovations financières à partir des interactions entre les différents types d'actifs qu'ils achètent et vendent. Toutes choses étant égales par ailleurs, la diversification des placements a ainsi pour effet d'augmenter les risques en cas de crise financière ou "d'effets dominos" entre les marchés financiers. Dans ce contexte, on peut se demander quelles sont les sources de régulation face à ces nouvelles stratégies d'augmentation du rendement.

2.2 Les apories du contrôle de la politique de placement par les déposants

Les déposants qui confient la gestion d'actifs à la CDP ont été les principaux acteurs du contrôle des risques dans le nouveau modèle de gestion des années 2002-2008. La gestion des fonds devait en effet être effectuée dans le respect des politiques de placement des déposants.

« Il faut bien distinguer entre politique d'investissement et de placement. La caisse a des politiques d'investissement pour chacun de ses fonds, un peu comme quelqu'un qui offrirait des fonds mutuels, et les déposants, eux, ont une politique de placement dans laquelle ils décident dans lequel des fonds ils vont répartir l'argent. » (J-J Pelletier, témoignage à la commission permanente des finances publiques du Québec, Journal des Débats, 20 mai 2009).

La politique de placement des déposants est établie en concertation avec la CDP et elle est révisée périodiquement. Pourtant, les déposants ne peuvent pas toujours avoir un contrôle réel sur les investissements du gestionnaire, car cela fait partie de la marge d'autonomie du gestionnaire d'actifs. Dans ce cadre, les comités de placement des déposants peuvent seulement avoir une action pour limiter les risques en cas de concentration excessive des investissements.

« M. le Président, il faut bien voir que le travail sur la politique de placement, il se situe dans une perspective historique. On ne refait pas la roue à chaque fois. La première politique a été faite en 1985, et il y a, je dirais, une tendance de fond dans la politique de placement, ça a été d'augmenter la diversification : augmenter la diversification en augmentant le nombre de catégories d'actif – certaines ont été mises sur pied à la caisse à la suite de discussions qu'on a eues avec la caisse; en clarifiant certaines catégories d'actif – par exemple, il a été une époque où les placements privés étaient intégrés au marché boursier, et tout ça était mêlé ; aussi en imposant des limites de concentration à l'intérieur de chaque catégorie d'actif, ce qui oblige à diversifier à

l'intérieur même des catégories d'actif. Et plusieurs de ces choses-là qui sont maintenant dans les politiques d'investissement de la caisse sont nées de nos demandes parce qu'on voulait les mettre, nous, dans nos politiques de placement. » (J-J Pelletier, témoignage à la commission permanente des finances publiques du Québec, Journal des Débats, 20 mai 2009).

Si les déposants sont parfois en mesure d'éviter la concentration des risques au sein d'un portefeuille, ils ne sont pas en mesure d'éviter la concentration des risques liée aux interactions entre les portefeuilles. Par exemple, il n'a pas été possible pour le déposant de déterminer en détail la part qu'il détenait globalement dans le papier commercial adossé à des actifs, car ces titres étaient présents dans plusieurs catégories d'actifs comme le marché monétaire, le placement privé ou les actions canadiennes, dans la mesure où ils servaient à gérer les liquidités générées par les différentes transactions.

2.3 La nécessité du contrôle par l'État pour assurer la régulation du système de retraite

Dans le domaine des liens avec les politiques publiques, les gouvernements ont favorisé une réforme législative qui visait à faire de la CDP une organisation autonome du gouvernement. Cette réforme portait notamment sur une redéfinition du mandat de l'institution pour favoriser la recherche de rendements financiers avant le développement économique (Gouvernement du Québec, 2004). La CDP a été fortement impliquée dans le développement du papier commercial adossé à des actifs au début des années 2000. Une des sources de pertes importantes pour l'année 2008 provient du papier commercial adossé à des actifs, dont la CDP détenait un tiers de l'encours total au Canada et participait à la titrisation d'actifs immobiliers qu'elle détenait. En juillet 2007, elle détient 40 % du marché canadien pour une valeur de 22 milliards de dollars. Au moment de la crise de ce marché, elle intervient pour trouver un accord entre acheteurs et vendeurs de ces titres pour éviter les ventes forcées d'actifs. Selon son président de l'époque, la CDP n'a pas bénéficié du soutien des autorités monétaires comme elles l'avaient tout d'abord annoncé.

« Qu'est-ce qui est arrivé ? Durant la semaine en question, le marché canadien du papier bancaire, à partir du 15 août, 16 août, 17 août, a fonctionné, et les banques canadiennes ont annoncé publiquement, et c'est documenté, que dorénavant elles supporteraient leurs papiers bancaires et que les Canadiens n'avaient pas à se préoccuper sur les lignes de liquidités, qu'elles seraient supportées. Donc, on s'est retrouvé après le coup dans une situation où une partie du marché n'avait pas le bénéfice de la ligne de liquidités globale, et l'autre partie l'avait parce qu'effectivement ils ont été supportés. »

« C'est ça, le sens de ma phrase quand je vous ai dit : j'ai été incapable de convaincre la Banque du Canada de supporter le papier des tiers. Et, à la défense de la Banque du Canada, je peux vous dire une chose : ils devaient supporter le marché. En le supportant, ils le faisaient fonctionner. Comme trois quarts du marché fonctionnait, nous, quand on négociait avec les banques internationales, elles nous répondaient : bien, le marché fonctionne. La preuve, c'est qu'il fonctionne. » (Henri-Paul Rousseau, témoignage devant la commission permanente des finances publiques, Journal des Débats, 19 mai 2009).

Le manque de liens avec le gouvernement va se traduire un an plus tard par des ventes forcées de titres (à perte) pour couvrir des besoins de liquidités sur les marchés des changes, en l'absence d'interventions gouvernementales pour assurer les besoins de liquidités temporaires des gestionnaires d'actifs des régimes de retraite. L'entente avec les gouvernements sur les besoins de liquidités ne se fera qu'en décembre 2008. Ainsi, la crise de l'investisseur institutionnel au troisième trimestre de 2008 peut s'expliquer par la remise en cause des liens avec les politiques publiques et la non reconnaissance du rôle de l'État comme garantie de crédit ou de prêteur en dernier ressort. C'est une gestion externe qui a prévalu sur la base d'un modèle purement financier, alors que la titrisation d'actifs aurait dû se faire sous la surveillance des organismes publics qui garantissaient les prêts (SCHL), qui supervisaient le système bancaire (BSIF), et qui surveillaient la liquidité monétaire (Banque centrale). Alban D'Amours, ancien président du comité de gestion des risques du conseil d'administration de la CDP a témoigné de la nécessité de régulation des marchés financiers par les autorités publiques, comme dans le cas du PCAA.

« Puis je veux souligner en terminant, M. le Président, que nous ne serions pas ici aujourd'hui, nous ne serions pas ici aujourd'hui si le papier commercial qui est devenu du papier commercial hors banque après le 13 août... si quelqu'un au Canada avait déclaré une rupture des marchés. Nous aurions alors reçu le même traitement que le papier commercial bancaire, parce qu'il s'agit d'un même papier, structuré de la même façon, avec les mêmes lignes de crédit, de financement, de liquidité. Nous ne serions pas ici, puisque les banques étrangères qui assumaient la liquidité se sont... qui ont échappé à leurs responsabilités en invoquant le fait que le papier commercial bancaire au Canada fonctionnait, alors que les banques rachetaient, bien sûr, ça avait l'apparence d'un fonctionnement normal, mais ce n'était plus normal, parce qu'après le 13 août les banques canadiennes n'arrivaient plus à vendre leurs papiers. Et, si nous avons eu cette déclaration, tous les papiers commerciaux auraient été rachetés par les banques, comme ça s'est fait à travers la planète. Nous sommes un cas exceptionnel, au Canada. » (Alban D'Amours, témoignage à la commission permanente des finances publiques du Québec, Journal des Débats, 14 mai 2009).

La situation du marché du papier commercial adossé à des actifs après la crise de liquidité du mois d'août 2007 illustre la situation des produits structurés qui comportent des clauses de liquidités négociées avec des acteurs privés en l'absence d'une autorité d'intervention qui puisse agir comme prêteur en dernier ressort et qui puisse garantir la liquidité du marché de manière inconditionnelle. Hors, seules les autorités publiques sont en mesure d'assurer une telle garantie.

3. UN CADRE D'ANALYSE DE L'ACTION COLLECTIVE DES SYNDICATS DANS LE DOMAINE DE LA RETRAITE

L'encadrement législatif québécois présente plusieurs caractéristiques originales en matière de gouvernance des régimes de retraite, orientant la structure de gouvernance des régimes vers une forme institutionnelle plutôt qu'une forme contractuelle (Stewart et Yermo, 2008). C'est l'un des fondements de la représentation des parties prenantes au sein des instances de gouvernance des régimes de retraite.

La législation impose la formation de comités de retraite dans les régimes gérés par des fiducies et la nomination de représentants des actifs et des inactifs dans ces comités. Ainsi le comité de retraite dans son ensemble est considéré comme le fiduciaire du régime. En 1996, il y avait près de 10 000 membres de comités de retraite au Québec. Selon la loi RCR, un comité de retraite doit être formé d'au moins trois membres votants, soit un représentant désigné par l'assemblée annuelle des participants actifs, un désigné par l'assemblée annuelle des participants non actifs et des bénéficiaires, et un membre indépendant. Les salariés appelés à participer aux comités de retraite sont délégués dans le contexte d'une représentation syndicale du collectif de travail.

Les travaux que nous avons menés à l'Institut de Recherche en Économie Contemporaine (IREC)¹ sur les conséquences de la crise financière sur les régimes de retraite au Québec ont permis de réaliser qu'il n'existait pas vraiment de travaux empiriques et analytiques sur la place de l'action syndicale dans la dynamique du système de revenus de retraite au Québec. Si l'on sait par les articles de journaux et les statistiques agrégées que les régimes de retraite se trouvent généralement dans des milieux syndiqués, on est encore loin de comprendre la nature de cette relation et de pouvoir en évaluer les différentes implications pour le système de retraite dans son ensemble.

Les organisations syndicales font face à plusieurs enjeux liés à l'épargne-retraite collective dans un contexte de vieillissement de la main d'œuvre : *un enjeu de négociation collective* pour la rémunération globale des membres syndiqués ; *un enjeu de l'identité syndicale au Québec*, car les syndicats sont impliqués dans la gestion des régimes qui ont connu une croissance des fonds accumulés très importante depuis les années 1980 ; *un enjeu des politiques publiques de sécurité du revenu à la retraite*, car les régimes de retraite collectifs ont pris une place croissante dans les revenus des personnes à la retraite.

¹ Voir le site <http://www.irec.net> pour consulter les rapports de recherche et les notes d'intervention qui sont disponibles.

La crise financière a provoqué en 2008 une baisse moyenne de 23 pour cent de la valeur des actifs accumulés dans les fonds de pension des pays de l'OCDE et de 20 pour cent au Canada (OCDE, 2009). Pour les nouveaux retraités, ces pertes financières peuvent se traduire par une baisse des revenus à la retraite. Plusieurs provinces ont déjà réalisé une commission d'enquête sur l'avenir des régimes complémentaires de retraite (Arthurs, 2008), mais la situation au Québec est encore très mal documentée.

La structure du système de revenu de retraite fait l'objet de projets de réforme au Canada. Le système a en effet connu d'importantes modifications structurelles des régimes complémentaires de retraite : réduction de la part des régimes publics, augmentation des régimes complémentaires à cotisations déterminées, externalisation de la gestion des caisses de retraite, et segmentation plutôt que le regroupement des régimes.

Pour les représentants syndicaux, cela pose des questions quant à leur statut et aux décisions qui doivent être prises. En effet :

- *le représentant syndical qui siège aux comités de retraite est dans une position où il doit concilier des objectifs de rentabilité des fonds accumulés sans mettre en cause la politique de financement du régime ; où il doit tenir compte des impacts extra-financiers des placements tout en confiant la gestion des fonds à des organisations du secteur financier.*
- *Au moment de la négociation des conventions collectives, la question du financement et de la gestion des régimes de retraite pour les employés comme pour les retraités peut avoir des conséquences importantes pour l'action syndicale si cela crée des arbitrages entre la rémunération et le maintien des régimes collectifs, ou si cela conduit à opposer les intérêts des différentes générations parmi les membres du syndicat.*
- *Dans le débat public sur les retraites, il est important de connaître les réponses syndicales pour favoriser la solidarité intragénérationnelle tout en voulant préserver l'équité intergénérationnelle. L'intérêt collectif des membres passe ainsi par des campagnes de mobilisation, des programmes de formation, ou encore la rédaction de mémoires lors de commissions parlementaires.*

Les organisations internationales comme la Banque Mondiale (Hinz et col., 2008) et l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Économiques) ne tiennent généralement pas compte de la dimension du dialogue social et de l'action syndicale dans l'analyse de l'épargne-retraite. Les recherches sur les retraites au Canada ont été importantes ces dernières années (Stone, 2008), mais la place de l'acteur syndical dans la gouvernance des régimes est à développer. Si des études de cas ont été faites au Canada (Carmichael, 2005), la situation au Québec est très mal connue alors que c'est la province au Canada qui a le plus haut taux de

syndicalisation de la main d'œuvre. En l'absence d'une telle connaissance, il n'est pas possible de comprendre la dimension sociale et la dynamique des régimes complémentaires de retraite au Québec.

Le cadre d'analyse présenté dans le tableau suivant couvre les 3 dimensions de l'action syndicale.

Tableau 2 : Les dimensions de l'action syndicale

Formes de l'action syndicale et acteurs syndicaux	Dimensions de l'action syndicale	Sources d'informations
Négociations collectives (Conseiller syndical)	Enjeux de la retraite pour la fédération et formes de la négociation	Revendications syndicales, base de données sur les conventions collectives (Negotech), législations et règlements ministériels.
	Types de régimes collectifs négociés par la fédération	
	Représentation dans les comités de retraite	
Innovations sociales (Conseiller technique)	Nouveaux régimes et politiques de financement	Entrevues individuelles avec des fiduciaires syndicaux, politiques de placement des caisses de retraite, données sur les services financiers aux caisses de retraite au Québec (Benefits Canada, Revue Avantages).
	Politique de placement et investissement responsable	
	Intermédiaires financiers et services de conseils	
Identité syndicale (Représentant politique de la fédération)	Place des retraités dans l'organisation du syndicat	Entrevues avec des représentants des fédérations, résolutions des instances syndicales, documents publics sur les régimes de retraite.
	Formation des représentants syndicaux et réseaux syndicaux sur la retraite	
	Informations aux membres	

Le cadre d'analyse présenté dans le tableau 2 permet de documenter trois enjeux de l'action syndicale dans le domaine des régimes de retraite :

1. *Identifier les relations entre les formes sectorielles de la négociation collective et les régimes de retraite.* Si l'on sait que la dimension du secteur demeure importante pour l'analyse économique (Sako, 2005), l'analyse de l'action syndicale permet d'établir les liens entre les enjeux de la retraite et les enjeux de la négociation collective au sein des secteurs.

2. *Documenter l'action collective des syndicats dans la construction des innovations sociales* (Klein et Harrisson, 2006). Dans le contexte où les syndicats sont de plus en plus sollicités dans la conceptualisation (recherche partenariale), l'institutionnalisation (comités ministériels) et la diffusion (éducation et formation) des innovations sociales, l'enquête auprès des fédérations syndicales permettra de documenter le processus de l'innovation sociale.

3. *Comprendre les liens entre l'identité syndicale et la gestion des régimes de retraite*. Il existe des résultats contradictoires dans les travaux (Jacoby, 2009) à propos des impacts de la gestion des placements des régimes de retraite sur l'identité syndicale à travers le conflit entre le statut de travailleur par la relation d'emploi et le statut de rentier par l'épargne. L'enquête permettra de documenter les stratégies syndicales pour gérer ce conflit.

Plusieurs provinces au Canada ont conduit récemment des commissions d'enquête sur les régimes de retraite (Arthurs, 2008) et le gouvernement canadien a mis en place un nouveau régime de pensions agréé collectif à la suite de consultations sur le financement et la gouvernance des régimes complémentaires de retraite au Canada (Gouvernement du Canada, 2009). Au niveau international (Hinz et Mataoanu, 2005), l'Australie a récemment adopté une législation pour introduire une certification professionnelle associée à l'exercice de la fonction de fiduciaire. L'OCDE a publié de nouvelles lignes directrices sur la gouvernance des fonds de pension dans un contexte où la crise financière a conduit à des pertes pour les régimes de retraite privés de l'ordre de 5 000 milliards de dollars pour l'ensemble des pays de l'OCDE (OCDE 2009).

Au Québec, le contexte actuel est également marqué par une forte activité autour du système de revenus de retraite. Le gouvernement du Québec veut proposer un nouveau régime volontaire d'épargne-retraite calqué sur la proposition législative du gouvernement fédéral, alors que dans le même temps, les organisations syndicales proposent une bonification du régime de rentes du Québec. Le gouvernement a également créé un comité de travail sur le maintien des régimes de retraite à prestations déterminées qui connaissent des déficits de solvabilités importants. La défense de ces régimes s'inscrit également dans un débat sur les avantages sociaux des employés du secteur public et parapublic qui bénéficient de ce type de régimes alors que les régimes dans le secteur privé sont en difficultés financières. Le débat sur le maintien des régimes à prestations déterminées contient également une dimension importante pour les syndicats car ils risquent de perdre la capacité de participer à la gestion des régimes de retraite et ainsi de pouvoir représenter les intérêts de leurs membres actifs ou retraités qui sont les bénéficiaires de ces régimes. On risque alors de revenir à la situation qui prévalait au début des années 1950 lorsque les régimes de retraite étaient exclusivement gérés par les entreprises avec les services du secteur financier.

CONCLUSION

La (re)construction des savoirs sur les investisseurs institutionnels qui est présentée ici permet de mettre en lumière les ambiguïtés conceptuelles de la catégorie qui incluent aussi bien des gestionnaires de la dette sociale, des gestionnaires d'actifs du secteur privé ou encore des fonds souverains. Cependant, la recherche des fondements historiques de cette catégorie des investisseurs institutionnels a permis de montrer que la notion du contrôle de l'industrie par la finance était au cœur des efforts de recherche pour construire une représentation du pouvoir de ces acteurs dans le capitalisme d'après guerre. Les travaux qui s'inscrivent dans la tradition de l'économie politique, ceux de Keynes, Commons et Polanyi, permettent de dégager les principales dimensions de ce pouvoir de contrôle.

L'étude des investisseurs institutionnels publics à partir du cadre d'analyse de Commons s'inscrit dans un programme de recherche plus large qualifié d'économie politique hétérodoxe. Lordon (2008) contribue à la définition d'un tel programme de recherche en présentant trois positions pour caractériser une telle approche : 1) « Les rapports économiques sont l'une des expressions d'une ontologie fondamentalement conflictuelle de l'être social (...) le *conflit* est le fond des rapports sociaux ». (Lordon, 2008, p. 315) ; 2) À l'opposé du refus de la NPE [*New Political Economy*], aller voir est le geste empirique spontané que l'économie politique hétérodoxe partage le plus volontiers avec toutes les autres sciences sociales. (Lordon, 2008, p. 324) ; 3) « Faire une économie politique hétérodoxe, c'est, par conséquent, s'intéresser aux formes variées de la domination économique – et à leurs dynamiques : comment se constituent-elles ? Comment évoluent-elles, comment s'approfondissent-elles, ou bien au contraire se trouvent-elles contestées ? » (Lordon, 2008, p. 327).

Au plan de l'analyse du système financier, l'approche institutionnelle conduit à rejeter l'idée selon laquelle la sphère financière serait en mesure de s'autoréguler, dès lors que des règles de bonne gouvernance importées du secteur privé seraient respectées. Or, l'existence du conflit n'est pas seulement liée à la structure des organisations, mais surtout à leur finalité, à leur construction « sociétale ». Les conflits doivent s'analyser à la fois selon la ligne "classique" d'une opposition entre le capital et le travail, mais aussi selon l'opposition entre la finance et l'industrie.

L'approche d'économie politique hétérodoxe diffère également des approches qui rejettent l'existence de lieux de décision, et donc de contrôle, au sein de la sphère financière, pour n'y voir qu'un processus de communication basé sur le critère unique de

l'efficience informationnelle. S'il est vrai que la financiarisation accroît l'utilisation de modèles de gestion théoriques et universels, il n'en demeure pas moins que des lieux, des règles et des discours collectifs continuent d'encadrer les pratiques et les représentations des acteurs financiers. L'enjeu de la régulation politique de l'activité financière n'a donc pas disparu, mais il s'incarne différemment. Dans cette perspective, il est nécessaire de mieux observer ces acteurs collectifs organisés que sont les investisseurs institutionnels. Si l'on peut le faire de l'extérieur par les documents publics disponibles, reste que l'observation *in situ* des transactions reste pour une large part à développer.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta, Michel (2008). « Les fonds souverains et l'avenir du capitalisme », dans Betbèze, J.-P. (dir.), *Fonds souverains. À nouvelle crise, nouvelle solution ? Les Cahiers*, Le cercle des économistes, Paris : PUF, 102p, p. 81-93.

Aglietta, Michel (1998). « Le capitalisme de demain », *Notes de la fondation Saint-Simon*, n° 101, novembre.

Aglietta, Michel, Sabine Montagne, Antoine Rébérioux et Sandra Rigot (2007). *Investisseurs à long terme et gouvernance*. Résumé du rapport final, juin, Institut CDC pour la recherche, 16 p.

Berle, Adolf et Gardiner Means (1936). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 426 p.

Bernstein, Peter L. (2000). *Des idées capitales*, Paris, PUF, 318 p.

Betbèze, Jean-Paul (dir.) (2008). *Fonds souverains. À nouvelle crise, nouvelle solution ? Les Cahiers*, Le cercle des économistes, Paris : PUF, 102 p.

Blundell-Wignall, A., Y. Hu and J. Yermo (2008). "Sovereign Wealth and Pension Fund Issues", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, n° 14, OECD Publishing, 18 p.

Boubel, Aurélie et Fabrice Pansard (2004). *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La découverte, 123 pages.

Brabet Julienne (2002). La main visible des investisseurs institutionnels, *Revue française de gestion*, vol 5, n° 141, p. 203-224.

Campo Hervé (2007). « L'influence des investisseurs institutionnels sur la politique d'investissement des groupes européens », ESCPau, *Cahier de recherche*, n° 7, 28 p.

Carmichael, I. (2005). *Pension Power, Unions, Pension Funds, and Social Investment in Canada*, 226 p.

Carroll, William K. (2004). *Corporate Power in a Globalizing World: A Study in Elite Social Organization*. Oxford University Press.

Chevalier, Jean-Marie (1970). *La structure financière de l'industrie américaine*. Paris : Cujas.

Commons, John Rogers (1950). *The Economics of Collective Action*. University of Wisconsin Press, 1970, 382 p.

Commons, John Rogers (1934). *Institutional Economics: its place in political economy*. Madison: Wisconsin University Press, 2 v.

Commons, John Rogers (1924). *Legal Foundations of Capitalism*. Madison: Wisconsin University Press, 394 p.

Dorfman, Joseph (1965). «John R. Commons' General theory of institutions» dans, John R. Commons. *A sociological view of sovereignty, 1899-1900*, New York: A. M. Kelley, 109 p.

Foucault, Michel (2004). *Sécurité, Territoire, Population, cours au Collège de France, 1977-1978*, Paris, Seuil / Gallimard, 435 p.

Goldsmith, Raymond (1973). *Institutional investors and corporate stock--a background study*. NBER, Studies in capital formation and financing, 13. New York: Columbia University Press 469 p.

Gouvernement du Québec, (2004). *Loi modifiant la Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Projet de loi n° 78, Assemblée Nationale.

Hanin, Frédéric (2003). « La place du *Treatise on Money* dans l'œuvre de Keynes : une théorie de l'instabilité », *L'Actualité Économique*, vol. 79, 1-2, mars-juin, pp. 71-86.

Hanin, Frédéric (2005). « Fonds de pension du secteur public et modèles de développement au Canada : une étude comparative de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du Canadian Pension Plan Investment Board (CPPIB), *Cahiers du CRISES*, n° ET0506, 38 pages.

Harmes, Adam (1998). « Institutional investors and the reproduction of neoliberalism » *Review of International Political Economy*, 5:1, Spring, p. 92-121.

Hawley, James P. et Andrew T. Williams (2000). *The Rise of Fiduciary Capitalism, How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

Hendry, John, John Roberts, Paul Sanderson et Richard Barker (2006). "In the mirror of the market: the disciplinary effects of company - fund manager meetings", *Accounting, Organization and Society*, 31: 277-294.

Hinz, R. et A. Mataoanu (2005). *Pension Supervision: Understanding International Practice and Country Context*. OCDE, 49 p.

Jacoby, S. (2009). « Finance and Labor: Perspectives on Risk, Inequality, Democracy », Document de travail, UCLA, Janvier, 59 p.

Keynes, John M. (1971-1989). *The Collected Writings of J.M. Keynes*, 30 vols., Donald Moggridge, (sous la direction de), Mac Millan St Martin's Press.

Klein J-L. et D. Harisson (dir.) (2006). *L'innovation sociale. Émergence et effets sur la transformation des sociétés*. Québec : Presses de l'Université du Québec, 465 p.

Kleiner, Thibaut (2003). La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris, *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, vol 146-147, n° 1-2, p. 42-50.

Lordon, Frédéric (2008). Qu'est-ce qu'une économie politique hétérodoxe ? », p. 303-339, dans Lordon, F. (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris : Les presses de la fondation nationale de SciencesPo, 339 p.

Morin, François (2006). *Le nouveau mur de l'argent*. Paris : Éditions du Seuil, 277p.

Morin, François (1998). *Le modèle français de détention et de gestion du capital*. Paris : Les éditions de Bercy, 221 p.

Morin, François (1994). « Liaisons financières et coopération des acteurs-systèmes ». *Revue économique*, Vol. 45, n° 6 (Nov., 1994), pp. 1459-1470.

Morin, François (1974). *La structure financière du capitalisme français: situations et transformations*. Paris : Calmann-Lévy, 316 p.

Morin, François et Éric Rigamonti (2002). « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, n° 141/5, p. 155-181.

Musalem et Palacios (dirs.) (2004). *Public pension fund management: governance, accountability, and investment policies: proceedings of the second Public Pension Fund Management Conference*, Washington, D.C.: World Bank.

Niosi, Jorge (1980). « Le contrôle financier du capitalisme canadien », *Revue d'Économie industrielle*, vol. 11, n° 1, p. 55-77.

OCDE (2009). *Lignes directrices de l'OCDE sur la gouvernance des fonds de pension*, Groupe de travail sur les pensions privées, OCDE, 14 p.

Perlo, Victor (1957). *The Empire of High Finance*. New York : International Publishers.

Polanyi, Karl (1944). *La grande transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps*. Paris : Gallimard, 1983, 419 p.

Régie des rentes du Québec, (2010). « Constats et enjeux concernant le système de retraite québécois », Service des statistiques et des sondages, *Régie des rentes du Québec*, 87 p.

Rousseau, H-P. (2005). « Stratégie d'investissement en capital de risque et placements privés », CDP, Présentation devant la Chambre de commerce française au Canada, 14 février.

Sako, M. (2008). 'Do Industries Matter?', *Labour Economics*, vol. 15, Issue 4, August, p. 673-686.

Smith, Adam (1776). *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*. Paris : Economica, 2000.

Stone, Leroy O. (dir.) (2008). *Les nouvelles frontières de recherche au sujet de la retraite*, Statistique Canada, n° 75-511-XIF, 507 p.

Stewart, F. et J. Yermo (2008). « Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions », *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, n° 18, OECD publishing, 37 p.

Weiss, Martin A. (2008). *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*. Congressional Research Service, 28 janvier, 24 p.