

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LA FINANCIARISATION ET LA MASSIFICATION DE L'ÉPARGNE

LE CAS DES FONDS MUTUELS CANADIENS

MÉMOIRE

PRÉSENTÉ

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAÎTRISE EN SOCIOLOGIE

PAR

MAXIME LEFRANÇOIS

JANVIER 2009

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je voudrais d'abord remercier mon directeur de recherche Éric Pineault. Son enseignement et son programme recherche, dans lequel j'ai eu l'honneur d'être intégré, ont été déterminants dans mon parcours.

M'ont été d'un grand secours dans l'aboutissement de ce mémoire Shirley Roy, directrice des programmes d'études avancées au département de sociologie, Francine Rivest, assistante à la gestion de ces programmes, Jean-François Côté, professeur au département de sociologie et Gilles Gagné, professeur au département de sociologie de l'Université Laval.

Je tiens également à exprimer ma reconnaissance envers tous les camarades et les collègues gravitant autour du Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé (CAFCA). Je suis tout particulièrement redevable à mon ami Mathieu St-Onge, notamment pour la mise en forme de plusieurs des données présentées en annexe.

Ma gratitude va finalement à mon amie Estelle, mon père Marcel, mon frère Alexandre, ma sœur Catherine, de même qu'à ma mère Constance et mon amour Julie-Ann pour tous les accommodements, les coups de main et les encouragements soutenus. Les révisions et commentaires de ces deux dernières ont par ailleurs grandement contribué à ce mémoire.

Je salue le Conseil de recherches en sciences humaines du Canada et le Fonds québécois de la recherche sur la société et la culture pour le soutien financier.

TABLES DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES	vi
LISTES DES TABLEAUX	viii
LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES	ix
RÉSUMÉ.....	x
INTRODUCTION.....	1
PARTIE I	
LA FINANCIARISATION.....	7
CHAPITRE I	
LES PROLÉGOMÈNES À UNE SOCIOLOGIE ÉCONOMIQUE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	8
1.1 Description de l'objet de recherche	8
1.2 Revue de la littérature.....	13
1.2.1 La socialisation et la démocratisation financières	14
1.2.2 Les gestionnaires de fonds et la gouvernance d'entreprise.....	17
1.2.3 Les études sociales de la finance	25
1.2.4 La thèse de la révolution de l'investissement de masse.....	26
1.2.5 Conclusion	31
1.3 Cadre théorique	31
1.3.1 La financiarisation et l'intermédiation	31
1.3.2 Le régime d'accumulation financiarisée	34

CHAPITRE II	
L'HISTOIRE DES FONDS MUTUELS CANADIENS	43
2.1 L'émergence (fin XIX ^e siècle-1950).....	44
2.1.1 Les <i>investment trusts</i> britanniques.....	44
2.1.2 Les premiers fonds américains	48
2.1.3 Les premières compagnies d'investissement canadiennes	53
2.1.4 Les premiers fonds mutuels canadiens.....	55
2.2 La consolidation (1950-1975).....	56
2.2.1 La croissance, la structure de l'industrie et la composition des portefeuilles.....	57
2.2.2 Les facteurs de croissance.....	59
2.2.3 Les aspects institutionnels et organisationnels	63
2.2.4 La légitimation des fonds mutuels.....	66
2.2.5 La stratification sociale dans la croissance d'après-guerre.....	70
2.3 L'explosion (1975-2005).....	72
2.3.1 Une période de transformations économiques et politiques	72
2.3.2 Les années 1990.....	74
2.3.3 Les facteurs de croissance.....	75
2.3.4 La marchandisation des fonds	77
2.3.5 L'accroissement des inégalités	80
 PARTIE II	
LA MASSIFICATION.....	83
 CHAPITRE III	
DÉLIMITATION DU CONCEPT DE MASSE POUR L'INTERPRÉTATION DES FONDS MUTUELS	84
3.1 La problématique de l'épargne et de l'investissement de masse	84
3.2 La masse comme objet : indifférenciation, totalité et mutualisme	88
3.3 La masse sociologique : les rapports antagoniques et l'organisation	91
3.4 Les nouveaux intermédiaires comme élite financière	97
3.5 Conclusion.....	101

CHAPITRE IV	
LES RAPPORTS ÉLITE/MASSE DANS LES FONDS MUTUELS	104
4.1 La fiducie.....	104
4.1.1 La scission de la propriété dans la fiducie	105
4.1.2 L'usage financier de la fiducie	109
4.1.3 Du croisé au gestionnaire de portefeuille : une brève histoire de la fiducie.....	113
4.2 Les pratiques d'anticipation des marchés financiers	126
4.2.1 Les opérations tardives et la répartition des titres	126
4.2.2 Les deux classes d'investisseurs dans les fonds mutuels.....	129
CONCLUSION.....	133
BIBLIOGRAPHIE.....	139
APPENDICE A	
LES FIGURES.....	152
APPENDICE B	
LES TABLEAUX.....	171

LISTES DES FIGURES

Figure		Page
1.1	Structure et fonctionnement des fonds mutuels	152
1.2	Actifs nets des fonds mutuels canadiens de 1960-2005	153
1.3	Évolution des actifs financiers et des actifs non-financiers en pourcentage du PIB	154
1.4	Total des actifs financiers en pourcentage du PIB selon le type d'institutions financières.....	155
1.5	Composition de l'actif financier des fonds mutuels	156
1.6	Régime financier managérial et accumulation fordiste	157
1.7	Les structures sociales de l'accumulation financiarisée	158
2.1	La formation des <i>investment trusts</i> Britanniques de 1860-1950	159
2.2	Les actifs totaux des types compagnies d'investissement américaines de 1940-1958	160
2.3	La croissance et la taille relative des actifs des fonds mutuels de 1933-1970	161
2.4	Actifs nets des fonds mutuels canadiens en pourcentage du PIB de 1963-2004	162
2.5	Actifs des particuliers et des entreprises individuelles sur la rémunération	163
2.6	Actifs sous gestion et nombre de comptes de détenteurs de parts de 1990 à 2002	164
2.7	Répartition des actifs selon les types de fonds en 2002.....	165

2.8	La part des actifs totaux de l'industrie gérée par les 10 premières sociétés de fonds mutuels en 2005	166
2.9	Évolutions des taux affichés par les certificats de placement garanti.....	167
2.10	Rendement total annuel moyen des indices boursiers TSE 300, S & P 500 et des obligations d'épargne du Canada	167
2.11	La détention patrimoniale d'actifs financiers en pourcentage des salaires de 1961-2001	168
2.12	Part du revenu total des 10 %, 5% et 1 % les plus élevés de 1920 à 2000...	169
2.13	L'inégalité de la répartition de la richesse par le coefficient de GINI.....	170

LISTE DES TABLEAUX

Tableau		Page
2.1	La taille relative des types de compagnies d'investissement canadiennes de 1929 à 1969	171
2.2	La distribution et le pourcentage des actifs et des passifs des fonds mutuels canadiens de 1963 à 1970	172
2.3	Le top 10 de l'industrie des fonds mutuels en 2005	173
2.4	Les composantes de la richesse moyenne.....	174

LISTES DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES

AMF	Autorité des marchés financiers
CAFCA	Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé
CISFC	Canadian Investment Funds Standards Committee
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
IFIC	Institut des fonds d'investissement de Canada
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OCP	Organisme de placement collectif
PIB	Produit intérieur brut
RBC	Royal Bank of Canada
REER	Régime enregistré d'épargne retraite
SEC	Securities Exchange Commission

RÉSUMÉ

Ce mémoire porte sur les fonds mutuels en tant que véhicule type de la généralisation de la participation des ménages aux marchés financiers. Ce phénomène est d'abord étudié dans le cadre d'une analyse de la financiarisation du capitalisme avancé. Celle-ci se définit sommairement par le caractère déterminant que tendent à prendre les marchés de capitaux et la finance en général sur l'ensemble des dimensions de l'économie. À partir d'une revue de la littérature et de la présentation d'un cadre conceptuel macro-institutionnel qui guide notre étude de cas, nous indiquons que ce redéploiement de la finance s'appuie sur l'épargne des ménages telle que canalisée par les fonds mutuels et valorisée sur les marchés financiers. Ce rôle central des fonds mutuels dans le processus de financiarisation est également situé dans le cadre d'un débat concernant les implications sociologiques de la diffusion de la participation des ménages à la bourse, dans lequel s'opposent les tenants de la démocratisation financière et ceux du redéploiement de l'antagonisme capital/travail. Une fois ces fondements posés, nous nous attardons plus spécifiquement au cas des fonds mutuels canadiens. Une typologie historique, principalement axée sur l'évolution des formes organisationnelles et institutionnelles de ces fonds, est proposée afin de mieux documenter l'analyse de la financiarisation et, dans un deuxième temps, d'alimenter le débat sur le sens de la participation généralisée des ménages à la finance. Cette dimension est approfondie dans la deuxième partie du mémoire avec la question de la massification de l'épargne comme interprétation alternative à celle de la démocratisation financière. Sur les bases de notre étude de cas empirique et d'une proposition de synthèse des théories de la massification, nous évaluons plus précisément dans quelle mesure les fonds mutuels canadiens peuvent être interprétés comme des organisations financières de masse. Cet exercice nous mène d'abord à identifier une forme de massification dans les principes de mutualisme et d'indifférenciation qui président à la constitution formelle des fonds. Nous identifions ensuite – à partir d'une étude plus approfondie de l'institution juridique de la fiducie encadrant les fonds et du cas des pratiques d'anticipation des marchés – des antagonismes au sein des fonds mutuels entre ce que nous conceptualisons comme des épargnants de masse et l'élite financière.

Fonds mutuels, financiarisation, massification, épargne, investisseurs institutionnels

INTRODUCTION

Au moment d'écrire ces lignes, une importante crise du crédit secoue l'ensemble des places financières globalisées et semble être sur le point de se transposer en crise économique. Au fondement de cette crise se trouvent des produits financiers complexes et opaques créés pour titriser des prêts hypothécaires risqués et les faire circuler sur différents marchés. Outre les pratiques douteuses de plusieurs institutions financières, l'errance des agences de notation et l'incapacité des marchés à s'auto-réglementer, cette crise met en lumière l'endettement considérable des ménages¹ et le rôle moteur qu'il joue dans la sphère financière.

En réduisant abruptement la capitalisation des régimes de pension et des placements individuels en vue de la retraite, cette crise rappelle également un autre apport des ménages aux marchés financiers, soit l'investissement de leur épargne et leur détention patrimoniale croissante d'actifs financiers. En effet, depuis une trentaine d'années, l'épargne d'un nombre important de ménages, principalement canalisée par les fonds mutuels et encouragée par des incitatifs fiscaux, alimente les marchés financiers. Cette tendance s'est intensifiée avec l'euphorie boursière des années 1990, durant laquelle les placements financiers des ménages, avec l'investissement de l'épargne salariale par le biais de fonds de pension, ont davantage attiré l'attention médiatique, politique et académique que leur endettement croissant.

Notre mémoire porte sur les fonds mutuels comme véhicule type de la généralisation de la participation des ménages aux marchés financiers. Il s'agit incidemment d'une organisation financière s'étant développée suite au krach de 1929 – un contexte similaire à celui de la crise du crédit évoquée plus haut, qui rend son étude actuelle d'autant plus pertinente.

¹ Un ménage est une unité économique renvoyant à une ou plusieurs personnes occupant un même logement. Nous pouvons par exemple calculer le revenu, la consommation, l'épargne et l'endettement des ménages.

Deux objectifs sont visés par ce mémoire. Le premier est de contribuer, à partir du cas canadien, à l'interprétation sociologique des formes organisationnelles et institutionnelles de ces fonds. Cet objectif s'inscrit dans le cadre d'une analyse plus large de la financiarisation du capitalisme avancé, dont nous identifions un acteur central pour reconstituer son développement historique et tracer son portrait contemporain. Nous comprenons la financiarisation comme un processus que nous saisissons ici par le biais de l'épargne des ménages telle que financiarisée par les fonds mutuels canadiens. L'apport croissant de l'épargne des ménages à la sphère financière est un des thèmes centraux des études de la financiarisation. Celles-ci identifient généralement les innovations du marché des produits financiers comme le fondement de la nouvelle influence des marchés des capitaux sur les ménages et les entreprises, de laquelle découle la reconfiguration des relations de pouvoir.

Notre deuxième objectif est d'évaluer, sur les bases de notre étude de cas empirique et d'une proposition de synthèse des théories de la massification, dans quelle mesure les fonds mutuels canadiens peuvent être interprétés comme des organisations financières de masse. Cet objectif s'inscrit quant à lui dans le cadre d'un débat théorique concernant les implications sociologiques de la diffusion de la participation aux marchés financiers qui accompagne la montée des fonds mutuels et des autres investisseurs institutionnels. Comme nous le verrons, plusieurs auteurs associent les transformations relatives à la financiarisation de l'épargne des ménages à la notion de masse, sans toutefois préciser le sens de cette référence à un vaste corpus théorique. C'est notamment le cas du politologue Adam Harmes, qui soutient la thèse d'une révolution de l'investissement de masse fondée sur la délégation du contrôle de l'épargne de masse aux gestionnaires de fonds mutuels et de fonds de pension². Nous observons plus largement la mise en place d'un discours équivoque sur l'intégration des masses dans la sphère financière par le biais des fonds, et ce, tant chez les observateurs qui y discernent une forme de démocratisation financière et économique, que chez ceux qui y perçoivent un redéploiement de l'antagonisme capital/travail situant l'épargnant dans une position contradictoire.

² HARMES 2000.

Sur les plans méthodologique et épistémologique, notre démarche s'inscrit d'abord dans la perspective générale de la sociologie historique et institutionnaliste. Notre étude de cas est dirigée par la volonté d'identifier l'idéaltype de la participation des ménages aux marchés financiers. Par ailleurs, tant dans notre description des fonds mutuels canadiens et de leur position dans le processus de financiarisation que dans notre identification des éléments de réponse à la question de la massification, l'emphase est mise sur les institutions encadrant les opérations des fonds et sur leurs transformations historiques. Notre conceptualisation plus spécifique de la financiarisation se fonde sur le cadre théorique d'inspiration postkeynésien et régulationniste d'Éric Pineault – et du programme de recherche du Collectif d'analyse de la financiarisation (CAFCA) auquel nous sommes rattaché – qui est présenté plus en détail dans le chapitre I. Pour ce qui est de la question du caractère de masse attribuable aux fonds mutuels, nous observons que malgré la diversité de leurs horizons normatifs, les théories de la massification convergent généralement dans leur critique de la démocratie libérale, leur identification d'un antagonisme élite/masse et leur attention particulière pour les formes d'organisation de ce qu'ils qualifient de masse ou des masses. Ces deux dernières dimensions complètent notre approche institutionnaliste afin de guider notre recherche du caractère de masse des fonds mutuels.

Notre mémoire est donc articulé en deux parties. La première partie porte sur la financiarisation de l'épargne. Le chapitre I pose les prolégomènes à une sociologie économique de la financiarisation. Nous y décrivons plus précisément les fonds mutuels comme objet de recherche en les situant dans le cadre des transformations de la nature et de l'affectation de l'épargne. Celles-ci renvoient essentiellement à la valorisation de l'épargne à l'extérieur du système bancaire, à la généralisation de la participation des ménages à la bourse et au fait que l'épargne des ménages, autrefois passive, fait maintenant place à un investissement actif. Nous indiquons cependant que le contrôle de cet investissement est généralement délégué aux nouveaux intermédiaires financiers que constituent les investisseurs institutionnels. Nous justifions aussi notre choix d'une étude plus approfondie des fonds mutuels parmi la catégorie des investisseurs institutionnels. Une revue de la littérature scientifique est ensuite proposée afin de mieux situer notre problématique par rapport aux principaux axes de recherches dans lesquels les fonds ont jusqu'ici été abordés.

Cet état de la question nous permet notamment de situer les fonds mutuels dans le cadre du débat concernant le sens de l'élargissement démographique de la participation aux marchés financiers. Nous y observons essentiellement deux tendances. La première est caractérisée par un accueil positif de la montée des fonds perçue comme une forme de démocratisation financière et économique. La deuxième tendance perçoit le même phénomène comme un redéploiement de l'antagonisme entre le capital financier et le travail, qui s'effectue au détriment des épargnants en raison des contraintes financières que la montée des investisseurs institutionnels fait peser sur les entreprises, les États et les marchés. Le chapitre se conclut avec la présentation des fondements théoriques de notre étude de la financiarisation de l'épargne opérée par les fonds mutuels. Nous y précisons ce que nous entendons par financiarisation en tant que processus. Nous situons ensuite les fonds mutuels comme organisation qui effectue une double intermédiation centrale dans le processus de financiarisation. Nous présentons ensuite la schématisation de deux régimes d'accumulation conçus comme des outils méthodologiques qui guident la partie plus empirique de notre mémoire et nous permettent d'intégrer les fonds dans un cadre macro-institutionnel. Ce modèle permet également de donner une cohérence aux diverses manifestations de la financiarisation évoquées dans la revue de la littérature et à celles qui sont constatées dans les chapitres suivants.

Le chapitre II retrace ensuite les conditions d'émergence des fonds mutuels canadiens, les principales étapes de leur développement et leur actualité. Il prend la forme d'une typologie historique construite selon un découpage en trois moments (genèse, consolidation et explosion). Pour chacun de ces moments, nous traçons un portrait quantitatif et qualitatif des fonds mutuels. Ce portrait est constitué d'une présentation statistique des fonds ainsi que de l'exposition de leurs principales caractéristiques formelles, institutionnelles et organisationnelles que nous situons brièvement dans leur contexte d'économie politique. Ce chapitre est aussi l'occasion de poser certains éléments empiriques qui nous permettent, dans les chapitres suivants, d'évaluer le caractère de masse attribuable aux fonds mutuels canadiens.

La deuxième partie de notre mémoire porte sur la massification de l'épargne. Le chapitre III consiste en un retour sur les théories de la massification et en l'évaluation de leur pertinence pour l'interprétation de processus sociaux attachés à la captation et à la gestion de l'épargne telles qu'opérées par les fonds mutuels. Nous y développons d'abord la problématique de la massification par rapport à la financiarisation de l'épargne. À partir d'exemples tirés de la revue de la littérature du chapitre I et de la presse financière, nous identifions la récurrence de l'usage de la notion de masse pour qualifier la collecte et la gestion de l'épargne des ménages par les fonds mutuels. Nous précisons cependant qu'il s'agit d'une référence non problématisée au corpus théorique de la massification. Nous dégageons ensuite – à partir d'une proposition de synthèse de ce corpus mise en relation avec les éléments empiriques posés dans les chapitres précédents – les significations et apports potentiels du concept de masse pour notre étude des fonds mutuels canadiens et de la généralisation de la participation des ménages aux marchés financiers qu'ils impliquent. Ces considérations nous mènent dans un premier temps à identifier une forme de massification dans les principes de mutualisme et d'indifférenciation sur lesquels reposent les fonds mutuels. Cet exercice nous conduit ensuite à considérer les rapports sociaux antagoniques structurés autour des fonds et les formes organisationnelles dans lesquelles ils se manifestent. Cet antagonisme est situé entre ce que nous qualifions d'épargnant de masse et d'élite financière. Nous associons ainsi les gestionnaires de fonds mutuels à l'élite économique à partir d'un renouveau des études des élites mettant en lumière l'influence des nouveaux intermédiaires financiers dans le capitalisme contemporain³.

Le quatrième chapitre exemplifie en deux temps le caractère de masse des fonds mutuels identifié dans le chapitre précédent. Dans un premier temps nous nous attardons à l'institution de la fiducie qui sert de structure juridique aux fonds mutuels. Celle-ci met en place des rapports de pouvoir asymétriques entre les gestionnaires et les épargnants fondés sur une scission de la propriété. La fiducie permet également une dilution de la responsabilité des gestionnaires, une souplesse d'organisation des fonds et l'absence de participation des bénéficiaires dans leur fonctionnement. Une histoire de la fiducie témoigne ensuite des transformations de cette institution l'ayant rendue apte à organiser la gestion financière de

³ SAVAGE et WILLIAMS 2008.

masse. Dans un deuxième temps, les pratiques d'anticipation des marchés financiers mises en place par certains investisseurs au sein des fonds mutuels témoignent de la coexistence de deux logiques de placements opposées et antagoniques favorisant une minorité d'investisseurs professionnels au détriment de la plupart des investisseurs de ces fonds. Le cas des pratiques d'anticipation des marchés financiers remet en question les principes de mutualisme et d'indifférenciation identifiés dans le chapitre III, mais supporte la conceptualisation des fonds mutuels comme des organisations financières de masse contrôlées par et profitant à l'élite financière.

La conclusion reprend finalement les arguments avancés dans le mémoire afin d'en dégager l'unité et d'en faire ressortir les acquis de mêmes que les lacunes. Y sont également présentées de nouvelles perspectives de recherche susceptibles d'être poursuivies à partir de notre étude de cas et de notre exploration forcément parcellaires des applications des théories de la massification dans l'analyse et l'interprétation de la financiarisation.

PREMIÈRE PARTIE

LA FINANCIARISATION

Sharing-the-wealth of the country can far better be achieved by making it more practicable for an increased proportion of the population to acquire an interest in the business of the country; in other words, to become capitalists themselves. If the worker is also an owner, it will open his eyes to the fallacies put forward by the 'something-for-nothing' boys who would skim the economic cream for political use, under the guise of the Welfare State.

Merrill Griswold, Président du conseil du *Massachusetts Investor Trust*

CHAPITRE I

LES PROLÉGOMÈNES À UNE SOCIOLOGIE ÉCONOMIQUE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Ce chapitre est conçu comme une introduction aux fonds mutuels en tant qu'objet de recherche en sociologie économique. Nous décrivons d'abord brièvement ces fonds en lien avec les transformations touchant à l'épargne des ménages. Une revue de la littérature présente ensuite un état de la question sur les investisseurs institutionnels qui nous permettra par la suite de mieux poser la problématique de la financiarisation et de la massification. Le chapitre se conclut avec l'exposition des enjeux théoriques qui nous intéressent par rapport aux fonds mutuels en tant qu'intermédiaires financiers, puis du cadre conceptuel plus large dans lequel s'inscrit l'analyse présentée dans les chapitres suivants.

1.1 Description de l'objet de recherche

Le point de départ de notre recherche est l'observation de la croissance rapide de la participation des ménages nord-américains aux marchés financiers au cours des trente dernières années. Comme le souligne le politologue Adam Harmes : « By the late 1990s, over 50 percent of U.S. households had a stake in the stock market, up from only 25 percent in 1987 and only 3 percent in pre-crash 1929. In Canada, the situation is similar, with over half of the population now having some stake in the stock market¹ ». Les ménages investissent cependant peu directement sur les marchés financiers. Ils le font plutôt par le biais d'intermédiaires auxquels ils confient leur épargne. Au cœur de ce phénomène, qui a continué de s'accroître depuis la compilation des données par Harmes, nous trouvons donc

¹ HARMES 2001, p. 4.

les différents fonds constitués et gérés par les investisseurs institutionnels. Ces derniers (sociétés d'assurance, fonds de pension et sociétés d'investissement) sont ainsi devenus les principaux collecteurs d'épargne et émetteurs de fonds sur les marchés financiers².

L'essor de ces intermédiaires financiers non bancaires – quoique en grande partie contrôlés par des filiales des grandes banques – a été favorisé par une multitude de facteurs. Parmi ceux-ci, mentionnons la déréglementation et la libéralisation financières, les réformes de la fiscalité de l'épargne et l'insécurité quant au financement futur des régimes de retraite³. Auraient également contribué à l'essor des investisseurs institutionnels la « privatisation » des fonds de pension⁴, la sophistication des fonds mutuels, de même qu'une offensive médiatique, publicitaire et idéologique vulgarisant la finance et banalisant la consommation de produits financiers – offensive qui utilise et renforce la bulle des marchés boursiers des années 1990⁵.

La croissance rapide des actifs gérés par ces investisseurs leur a conféré une influence notable sur différents marchés. Sur cette question, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) rapporte que :

L'émergence des investisseurs institutionnels, en tant que principaux détenteurs d'avoirs financiers ayant une participation de plus en plus accrue sur les marchés des capitaux, est une des particularités du monde financier actuel – une particularité susceptible de devenir plus marquante dans les années à venir. Les investisseurs institutionnels exercent une influence maîtresse sur les développements des marchés primaire et secondaire de valeurs mobilières, sur le marché monétaire ainsi que sur le marché des devises. Ils dominent une part considérable des transactions de titres à la fois sur les marchés au comptant et sur les marchés des produits dérivés. Ils influencent aussi l'évolution de la gestion des fonds et des techniques de gestion du risque⁶.

² OCDE 2004, p. 4.

³ EL MAKKAOUI DE FREITAS 2007, n. p.

⁴ La privatisation des fonds de pension réfère au passage des fonds à prestations déterminées aux fonds à cotisations déterminées, sur lequel nous reviendrons.

⁵ HARMES 2000, p. 4-9.

⁶ OCDE 2004, p. 11.

Cette position dominante signifie notamment que les investisseurs institutionnels sont devenus les principaux propriétaires des entreprises. En effet, la gestion active de l'épargne financiarisée amène les investisseurs institutionnels à posséder un fort pourcentage d'actions d'entreprises cotées en bourse dans leurs portefeuilles. Comme nous le verrons dans notre revue de la littérature, plusieurs auteurs attribuent la transformation de la gouvernance des entreprises à cette concentration des actions entre les mains des investisseurs institutionnels.

Parmi les différents investisseurs institutionnels, nous nous intéressons plus particulièrement à la catégorie des fonds mutuels qui nous semblent en être la forme type⁷. Un fonds mutuel est généralement constitué par un promoteur lançant un appel public à l'épargne. Le flux d'épargne reçu est ensuite converti en capital qui se voit valorisé par des placements. Contre les versements qui lui sont faits, le fonds émet des parts. Les épargnants qui participent à un fonds partagent les frais de gestion, les revenus, les gains et les pertes du fonds en fonction du nombre de parts qu'ils détiennent. Contrairement aux actions ordinaires d'entreprise, ces parts sont potentiellement illimitées et achetables au fonds à tout moment. Elles ne représentent pas les montants versés par les épargnants, mais bien une part du capital formé par tous les cotisants, part dont la valeur est liée à la valeur boursière actualisée du fonds. L'épargne ainsi amassée et métamorphosée en capital financier est investie dans un portefeuille de titres variés, dont la composition renvoie à l'équilibre risque/rendement déterminé par chaque fonds, à sa spécialisation dans une classe d'actifs s'il y a lieu et à ses politiques de placements. L'essentiel des actifs du fonds est ainsi placé en bourse et fait l'objet d'une gestion active et professionnelle. Un fonds mutuel réalise des profits par les dividendes accompagnant les titres qu'il détient et par les gains de capitaux réalisés par leur vente sur les marchés secondaires lorsque leur valeur boursière augmente. Les porteurs de parts de fonds obtiennent, sur une base annuelle, trimestrielle ou semi annuelle, une part de ces gains proportionnelle au nombre de parts qu'ils détiennent dans le fonds. Ils peuvent aussi généralement revendre leurs parts au fonds, qui leur verse alors le pourcentage du fonds

⁷ Plusieurs observations justifient ce choix. Tout d'abord, le passage des fonds de pension à prestations déterminées aux fonds à cotisations déterminées tend à aligner les fonds de pension sur le modèle des fonds mutuels. Par ailleurs plusieurs fonds de pension achètent des parts de fonds mutuels ou délèguent leur gestion à des sociétés de gestion opérant également des fonds mutuels. Quant aux fonds distincts des compagnies d'assurance vie, leur fonctionnement est, mises à part certaines dispositions ayant trait à la succession, similaire à celui des fonds mutuels.

qu'ils détiennent⁸. Contrairement à un dépôt bancaire, l'investissement dans un fonds mutuels n'est pas garanti et la valeur des titres peut fluctuer à la hausse et à la baisse. Les fonds mutuels se présentent généralement comme des produits financiers adaptés aux investisseurs de la classe moyenne désirant placer leur épargne en vue de la retraite, ce véhicule financier permettant un accès à la bourse à des investisseurs qui n'ont pas le temps, les connaissances ou suffisamment d'actifs pour valoriser eux-mêmes leur épargne.

Les fonds mutuels peuvent prendre deux formes juridiques. Les fonds structurés en société par actions sont appelés « sociétés d'investissement », et les fonds structurés en fiducie, « fiducies d'investissement ». La vaste majorité des fonds mutuels canadiens sont légalement structurés en fiducie. La figure 1.1 illustre le fonctionnement organisationnel générique des fonds et les principales fonctions impliquées dans leur gestion⁹.

L'industrie canadienne des fonds mutuels s'est mise en place dans les années 1930. À partir de 1949, elle connaît une croissance qui excède celle de tous les autres intermédiaires financiers. Cette croissance perdure dans les années 1950 et 1960 si bien qu'en 1969, les fonds mutuels canadiens gèrent 3 milliards de dollars comparativement aux 16 millions de dollars de 1950¹⁰. Suite à cette période de consolidation, la croissance des actifs sous gestion s'intensifie dans les années 1980 avant d'exploser dans les années 1990 et 2000. La figure 1.2 illustre cette croissance. En décembre 2005, les fonds mutuels canadiens géraient des actifs d'une valeur d'environ 570 milliards de dollars répartis dans 1 915 fonds¹¹.

Les fonds mutuels constituent un des véhicules financiers privilégiés par les épargnants qui participent en nombre croissant à la dynamique boursière. Dans ce contexte, bien que l'épargnant participant à un fonds mutuel ait des intérêts sur les marchés financiers, il ne correspond pas à la figure classique de l'investisseur. Se rapportant plutôt à son placement comme il se rapporterait à un dépôt, il opte pour un instrument financier impliquant la

⁸ Le pourcentage est établi d'après la valeur des actifs du fonds au moment du retrait, moins les éléments de passif, divisée par le nombre total de parts, multipliée par le nombre de parts revendues au fonds.

⁹ Les figures et les tableaux sont situés en appendice à partir de la page 152.

¹⁰ NEUFELD 1972, p. 373.

¹¹ IFIC 2005.

délégation du contrôle de ces actifs. Cette attitude nous semble relever d'une part de la finalité de cette participation généralisée à la bourse qui est le financement des retraites, et d'autre part, d'un voile qui dans le contexte canadien s'interpose entre l'épargnant et ces placements financiers. Il s'agit du Régime enregistré d'épargne retraite (REER), programme d'incitatif fiscal encourageant les placements de l'épargne dans divers instruments financiers. En 2005, 6 familles canadiennes sur 10 détenaient des économies dans des REER, et les placements les plus courants au sein des REER étaient les fonds mutuels détenus par 38 % de ces familles¹².

Le REER lui-même ne constitue pas un placement. Il est souvent réifié et l'on s'y rapporte comme à un compte d'épargne bancaire se distinguant par des revenus d'intérêts plus élevés, la limitation des versements pour une année fiscale et une exemption d'impôt jusqu'aux retraits. Par ailleurs, la détention directe de parts de fonds mutuels peut aussi prendre la forme d'un compte de dépôt avec les programmes de versements mensuels offerts par plusieurs fonds éloignant davantage le détenteur de parts de la figure classique de l'investisseur.

La généralisation de la participation des ménages aux marchés financiers par le biais des investisseurs institutionnels implique donc une transformation de la nature et du mode de valorisation de l'épargne. Cette transformation se caractérise par une sortie de l'épargne du système bancaire – du moins des dépôts traditionnels – aux profits des nouveaux intermédiaires financiers. Nous observons tant aux États-Unis qu'au Canada une baisse de la proportion des dépôts bancaires et des actions dans les actifs des ménages, simultanément à une croissance marquée de la détention de parts de fonds mutuels. Ainsi, les ménages nord-américains détiennent de plus en plus d'actifs financiers, et l'épargne passive placée sous forme de dépôt bancaire fait place à l'investissement actif. Cependant, comme nous l'avons déjà mentionné, cet investissement actif n'est pas le fait des ménages, mais plutôt celui des

¹² STATISTIQUES CANADA 2008, n. p. « La majorité des familles (59 %) avaient un portefeuille de REER composé entièrement de placements à valeur variable (des fonds communs de placement, des actions ou des obligations). Seulement le quart des familles avait un actif composé exclusivement de placements à valeur prévisible (des certificats de placement garanti, des Obligations d'épargne du Canada ou des bons du Trésor). Parmi les jeunes familles, les deux tiers avaient un portefeuille de REER constitué uniquement de placements à valeur variable, comparativement à près de la moitié des familles plus âgées ».

nouveaux intermédiaires qui captent l'épargne, la métamorphosent en capital financier et valorisent ce dernier. Un contrôle total de l'investissement leur est cédé en échange d'une promesse de rendement et du maintien de la liquidité du placement.

1.2 Revue de la littérature

Nous présentons ici quelques publications pertinentes tirées de la littérature scientifique. Nous ne prétendons pas faire une revue de la littérature exhaustive, mais plutôt indiquer les grands axes de l'état de la recherche afin de mieux situer notre approche et de justifier sa pertinence. Il nous faut d'emblée souligner que la plupart des publications portant sur les fonds mutuels proviennent de la science économique et de la gestion. Elles sont généralement consacrées à des évaluations de performance et à des analyses pour la plupart réalisées à partir de la théorie moderne du portefeuille. Notre intérêt pour les fonds mutuels étant d'abord sociologique, nous laisserons de côté ce type de contributions¹³ pour nous attarder aux propositions théoriques et conceptuelles qui s'inscrivent dans cette perspective. À cet égard, les fonds mutuels sont peu abordés directement dans la littérature scientifique. Les enquêtes les plus intéressantes traitent plutôt de la catégorie générique des investisseurs institutionnels¹⁴. Mais là encore, comme le constate Michael Lounsbury dans l'*International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences* : « The rise of institutional investors in the US and around the globe is a critically important phenomenon that researchers have just begun to investigate¹⁵ ». Bien que la production scientifique ait augmenté depuis le constat de Lounsbury, la littérature nous semble toujours disproportionnée par rapport à l'importance économique, sociale et politique de ces acteurs financiers. Les publications que nous présentons ici ont été choisies sur la base de leur représentativité des principales tendances que nous avons constatées parmi les travaux portant sur les investisseurs institutionnels. Nous

¹³ Mentionnons cependant que lors de notre enquête empirique sur les fonds mutuels canadiens, elles nous ont servi de sources et de documents de recherche intéressants tout comme les articles de la presse financière (portrait de gestionnaires, actualité financière, cotation de fonds, statistiques), les productions des lobbys des sociétés d'investissement et les documents provenant des organismes de réglementation.

¹⁴ La plupart des textes consacrés à une catégorie particulière d'investisseurs institutionnels portent sur les fonds de pension.

¹⁵ LOUNSBURY 2001, p. 7550.

avons arrêté notre choix après avoir atteint le principe de saturation dans notre consultation de la littérature scientifique. La présentation qui suit en porte d'ailleurs la trace par certaines redondances d'un auteur à l'autre.

1.2.1 La socialisation et la démocratisation financières

En 1976, le théoricien du management Peter Drucker publie *Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*¹⁶. Cet ouvrage constitue une des premières études à saisir l'importance de la montée des investisseurs institutionnels. L'auteur y soutient que les États-Unis sont en voie de devenir le premier véritable État socialiste en vertu d'une transformation sociale et économique majeure, dont il situe l'origine en 1954 avec la formation du fonds de pension de *General Motors*. « In terms of socialist theory, the employees of America are the only true "owners" of the means of production. Through their pension funds they are the only true "capitalists" around, owning, controlling, and directing the country's "capital fund." The "means of production," that is, the American economy... is being run for the benefit of the country's employees¹⁷ ».

Plus récemment, la thèse de Drucker fut mise à jour par différents commentateurs conservateurs, qui remplacent la référence au socialisme quelque peu datée et probablement jugée désuète par les notions de *investor democracy* et de *worker capitalism*. À titre d'exemple, David Hale, économiste en chef pour le Zurich Group, réfère explicitement à Drucker en affirmant en 1994 dans le *Financial Times* : « Today, retirement plans are expanding their ownership of the stock market but are not producing a form of pension fund socialism. The US is, instead, embarking upon a new experiment in the democratization of

¹⁶ DRUCKER 1976.

¹⁷ DRUCKER 1976, p. 2-3. Cette conception amalgamant la notion de travailleurs capitalistes à la socialisation de la production et des capitaux marquera par la suite tout un pan de la littérature sur les fonds. On en retrouvait déjà une forme embryonnaire proposée par Adolf Berle dans la préface à l'édition de 1968 de l'ouvrage classique *The Modern Corporation and Private Property* coécrit avec Gardiner Means. Bien que Berle ne traite pas directement des formes intermédiaires impliquées, il affirme que la diffusion de la détention des actions des grandes entreprises parmi la population américaine constitue une forme de redistribution de la richesse qu'il considère supérieure aux expériences soviétique, cubaine et chinoise. BERLE 1968, p. xxiv.

bond and equity ownership through a mixture of mutual funds, defined contribution pension plans and direct ownership of securities¹⁸ ».

Dans la même lignée, Richard Nadler analyse les impacts de la diffusion de la détention de capitaux dans *The Rise of Worker Capitalism*, un rapport de 1999 issu du *think tank* conservateur américain *Cato Institute*. « The most significant demographic shift of this century is the rise of history's first mass class of worker capitalists—men and women whose wealth-seeking activities include both wage earning and capital ownership¹⁹ ». Principalement associée à la montée des fonds mutuels, cette diffusion du statut d'actionnaire influencerait les valeurs et les intérêts politiques des individus. « Shareholders display favorable attitudes toward programs that reduce taxes on savings and investment for retirement, education, health care, and other major life-cycle occurrences. At the same time, they register high levels of skepticism toward government "investments" for these same purposes²⁰ ».

Ces deux dernières sources sont commentées par Adam Harmes dans l'ouvrage *Unseen Power: How Mutual Funds Threaten the Political and Economics Wealth of Nations*, dont le titre réfère directement au livre de Drucker. Harmes affirme que la légitimation sociale, économique et politique conservatrice de la montée des investisseurs institutionnels est soutenue par l'idée selon laquelle nous sommes désormais tous des investisseurs et les politiques économiques favorables à la communauté financière nous sont également bénéfiques. Comme nous le verrons plus loin, le politologue soutient aussi qu'il se dégage de la conception néoclassique de l'investisseur appliquée aux investisseurs institutionnels l'idée d'une rencontre entre les intérêts du capital financier et ceux des travailleurs. Harmes affirme par ailleurs que cette lecture idéologique de la montée des investisseurs institutionnels se fonde sur une fausse dichotomie posée parmi les acteurs financiers.

¹⁸ David Hale, cité dans HARMES 2001, p. 10.

¹⁹ NADLER 1999, p.1.

²⁰ NADLER 1999, p.1.

This view of mutual funds and pension funds as the bridge between Wall Street and Main Street has become so widespread and accepted that we now tend to think of these funds as the “good guys” of global finance. This portrayal of mutual funds and pension funds as the representatives of average people contributes to a disjuncture between popular perceptions relating to the different players within the financial markets. On the one hand, there are the bondholders, stock speculators and twenty-two-year-old currency traders in red suspenders. Boo! [...] On the other hand, there are the mutual funds and the pension funds. Yay! These are us, the good guys, the average people saving differently for a better future. The contrast between how the two groups are portrayed in the media couldn't be more striking. Bondholder are the aristocracy. Mutual funds are the masses²¹.

Nous reviendrons plus en détail sur la notion de masse qui est utilisée par Harmes et Nadler pour qualifier la diffusion démographique de la participation aux marchés financiers par le biais des fonds mutuels.

Les premières contributions que nous avons présentées, mis à part le commentaire critique de Harmes, se caractérisent par une lecture positive de la montée des investisseurs institutionnels. Elles ne s'attardent toutefois pas à la forme de propriété ni aux formes organisationnelles des fonds qui servent d'intermédiaire à la diffusion démographique de la participation aux marchés financiers. James P. Hawley et Andrew T. William intègrent ces dimensions, qui seront au coeur de notre propre lecture des fonds mutuels, dans *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*²². Comme le titre du livre l'indique, ces auteurs partagent la position normative des auteurs cités précédemment, mais relie l'idée de démocratisation financière à la relation fiduciaire qui structure les fonds et informe les rapports entre bénéficiaires et gestionnaires de fonds, de même qu'entre gestionnaires de fonds et gestionnaires d'entreprises.

Le concept de capitalisme fiduciaire proposé par les auteurs rend compte de la transformation de la structure de propriété des entreprises, dont près de la moitié des actifs sont détenus par des institutions fiduciaires – principalement des fonds de pension. Le concept rend aussi compte du fait que près de la moitié des Américains possèdent des intérêts dans ces

²¹ HARMES 2001, p. 10.

²² HAWLEY et WILLIAM 2000.

institutions fiduciaires. Les auteurs affirment qu'en raison de la diversification des titres qu'ils détiennent, les investisseurs institutionnels sont des *universal owners*. « A universal owner is a large institutional investor that holds in its portfolio a broad cross section of the economy, holds its shares for the long term, and on the whole does not trade except to maintain its index²³ ». Cette position particulière des investisseurs institutionnels les porterait à évaluer les effets du comportement de chaque entreprise dont ils détiennent des parts sur l'ensemble de l'économie. Les auteurs soutiennent à partir de cas types que ces investisseurs tendent à maximiser les externalités positives et à minimiser les externalités négatives découlant des activités des entreprises présentes dans leurs portefeuilles. Proposant une source de légitimité extra-économique de ces acteurs, Hawley et William affirment que les : « [...] universal owners [...] come to occupy a quasi-public policy position as having an economic interest in the long-term health and well-being of the whole society²⁴ ». Ne défendant pas seulement leurs intérêts du côté des politiques macro-économiques, ces investisseurs défendraient les biens et services publics comme l'éducation, la santé et l'environnement. La montée des *universal owners*, aussi interprétée comme le retour des propriétaires se dressant devant les gestionnaires d'entreprises salariés, correspond de surcroît pour les deux auteurs à une démocratisation des entreprises. Cette démocratisation s'opérerait d'ailleurs selon les attentes des Américains, devant qui les investisseurs institutionnels sont responsables dans le cadre du capitalisme fiduciaire. Bien que les auteurs admettent que la concentration économique accompagnant la montée des *universal owners* comporte un danger d'abus, ils soulignent que ces risques tendent à être contenus par les réformes de la relation fiduciaire, la transparence, l'attention médiatique et la responsabilité des membres des conseils d'administration.

1.2.2 Les gestionnaires de fonds et la gouvernance d'entreprise

Le premier groupe d'auteurs que nous avons présenté traite de la montée des investisseurs institutionnels par le biais de la diffusion démographique de la participation aux marchés

²³ HAWLEY et WILLIAM 2000, p. xv.

²⁴ HAWLEY et WILLIAM 2000, p. xvi.

financiers. Il se caractérise par une réception positive de ce phénomène quant à l'allocation des capitaux, la démocratisation des marchés et des entreprises et la répartition sociale des actifs financiers et des rendements. Bien que ces contributions ne s'attardent pas exclusivement à cet aspect, elles sont pour la plupart centrées sur les bienfaits de ce phénomène du point de vue des bénéficiaires des fonds, de même que sur sa signification et sa légitimation sociale, économique et politique. Dans la littérature sur les investisseurs institutionnels, un autre groupe d'auteurs se distingue en abordant cet objet du point de vue des rapports que ces investisseurs entretiennent avec les entreprises dont ils détiennent les titres. Ces auteurs attirent notre attention sur l'implication des gestionnaires des fonds dans la mise en place de la « gouvernance d'entreprise », sur les pressions financières qu'ils exercent en vue d'extraire plus de « valeur actionnariale », sur les restructurations que ces pressions financières impliquent, ainsi que sur le redéploiement de l'antagonisme capital/travail accompagnant ces transformations.

*Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*²⁵ de Michael Useem est un ouvrage incontournable par rapport à la dynamique entre les gestionnaires de fonds et les directions d'entreprises. L'auteur y démontre, entrevues et sondages à l'appui, comment les investisseurs institutionnels sont devenus des agents du contrôle des entreprises dans les années 1980 et 1990. Useem illustre plus précisément comment les investisseurs institutionnels peuvent changer la structure et les stratégies des grandes entreprises américaines en influant sur le processus de décisions des hautes directions. Ce faisant, ils reconfigureraient les grandes entreprises et, avec elles, l'ensemble de l'économie et la société américaine.

Useem avance une explication de l'implication croissante des gestionnaires de fonds dans les entreprises. Il affirme que si les actionnaires pouvaient autrefois quitter les entreprises dont ils étaient insatisfaits, les investisseurs institutionnels se voient maintenant liés aux entreprises par les blocs d'actions considérables qu'ils détiennent et dont ils ne peuvent se

²⁵ USEEM 1996.

défaire facilement²⁶. Ils doivent ainsi communiquer leur insatisfaction au management dans lequel ils s'impliquent afin d'augmenter la performance des entreprises. Useem offre une analyse nuancée de ce phénomène présentant aussi les obstacles que rencontrent les investisseurs institutionnels au sein des directions d'entreprises. Il expose certains mécanismes de résistance déployés par les gestionnaires d'entreprises et donne voix aux récriminations que ceux-ci adressent aux gestionnaires de fonds, notamment en ce qui concerne leur horizon d'investissement à court terme. Cependant, avec plus de la moitié des actions des grandes entreprises américaines détenues par des investisseurs institutionnels, la plupart de ces entreprises ont été obligées d'accepter certaines de leurs interventions. Celles-ci ont résulté en des restructurations, des mises à pied massives, des démissions forcées de PDG, mais également en l'institutionnalisation de la voix des actionnaires. Se serait ainsi développée une routine de communication entre les gestionnaires d'entreprises et les gestionnaires de fonds. À cet égard, l'auteur soutient qu'une transition s'observe au milieu des années 1990 dans les rapports entre les deux catégories de gestionnaires. Ces rapports seraient alors passés d'un activisme actionnarial acerbe à une relation relativement stable basée sur l'entretien de réseaux entre les investisseurs et les gestionnaires d'entreprises. C'est dans ce contexte que se seraient mis en place les mécanismes de communication que Useem désigne comme « optical fibers of investor capitalism²⁷ ». Ceux-ci relient les gestionnaires d'entreprises et les gestionnaires de fonds en permettant aux premiers d'acheminer l'information relative à la performance des entreprises aux deuxièmes, qui à leur tour font parvenir aux premiers leurs préoccupations financières.

Les rapports entre les gestionnaires de fonds et la gestion des entreprises ont également été documentés et interprétés selon une perspective plus critique par des sociologues et des économistes hétérodoxes. Ils attribuent généralement à ces investisseurs une influence

²⁶ James P. Hawley et Andrew T. Williams expliquent ainsi cette transformation des rapports entre actionnaires et gestionnaires d'entreprise : « Thus, owing to their sheer size, and the fact that the largest institutions have portfolios that usually mirror those of other large institutions, most major fiduciary capitalists cannot sell. And if they cannot sell, then they must « care ». Caring in this context takes the form of active ownership. Large institutions are locked into the market and into the shares they own on behalf of their beneficiaries and investors. In 1997, institutional investors owned almost 60 percent of the outstanding equity of the largest one thousand U.S. corporations. [...] this ownership pattern lock them into the market and make selling (doing the « Wall Street Walk ») neither wise nor possible [...] ». HAWLEY et WILLIAM 2000, p. xiv-xv.

²⁷ USEEM 1996, p. 206.

notable sur les entreprises, découlant de la concentration de l'actionnariat entre les mains des fonds. Une puissance²⁸ financière s'exercerait ainsi sur les entreprises de multiples manières afin d'aligner leur gestion sur les intérêts financiers. Pour certains, cet activisme des fonds marquerait la fin de l'indépendance des managers, de même qu'une extériorisation du contrôle de l'entreprise vers les gestionnaires de fonds comme nouvel acteur déterminant l'allocation des ressources corporatives. Par exemple, dans « Les structures sociales de la finance », les sociologues Jérôme Bourdieu et Johan Heilbron et l'économiste Bénédicte Reynaud décrivent la financiarisation comme la reprise du contrôle des entreprises par les actionnaires aux dépens de leurs dirigeants et des banquiers²⁹. Cette reconfiguration est attribuée à la finance, elle-même conçue comme : « [...] un espace social différencié au sein duquel et à propos duquel s'affrontent des groupes et des institutions eux-mêmes différenciés³⁰ ». Les auteurs expliquent ce retour des actionnaires par les efforts que les investisseurs institutionnels déploient pour imposer la conception boursière de l'entreprise et la valeur actionnariale comme nouvelles normes de gestion et de rentabilité. Ces auteurs affirment que ce processus s'est d'abord effectué par une modification de la rémunération des gestionnaires d'entreprises promue par les gestionnaires de fonds.

Concrètement, le mode d'organisation interne aux entreprises est conçu pour astreindre les dirigeants à maximiser la valeur de l'action ou à « créer de la valeur ». Une façon simple d'obtenir ce résultat est de verser une grande part de la rémunération des dirigeants sous forme de *stock option* directement dépendantes de la valeur boursière de l'entreprise. La *corporate governance* impose une vue à court terme aux managers³¹.

Les auteurs soulignent par ailleurs que les investisseurs institutionnels imposent leur mode de gouvernance tout en étant des investisseurs minoritaires, au moyen d'une communication financière mobilisant les autres investisseurs minoritaires. S'opposant au mythe de la démocratie des actionnaires, ils soutiennent que celui-ci : « [...] oublie que les marchés financiers et leur fonctionnement ne tiennent que par le jeu d'une architecture institutionnelle

²⁸ Sur les notions de puissance et de pouvoir dans un contexte financier, voir COUTU 2006.

²⁹ BOURDIEU, HEILBRON et REYNAUD 2003, p. 4.

³⁰ BOURDIEU, HEILBRON et REYNAUD 2003, p. 4.

³¹ BOURDIEU, HEILBRON et REYNAUD 2003, p. 4.

très particulière et les stratégies d'acteurs collectifs³² ». Les investisseurs institutionnels constitueraient un de ces acteurs collectifs et un sous-espace au sein du champ de la finance contemporaine, sous-espace lui-même différencié, notamment du point de vue de la régulation. Les auteurs constatent aussi une relative méconnaissance de certains aspects proprement sociologiques des fonds. « Si le pouvoir de ces fonds d'investissement n'est pas méconnu par les spécialistes, on constate tout de même que, en dépit des travaux notamment statistiques et économiques, on ne sait pratiquement rien sur leur recrutement social, les relations de travail et les hiérarchies qui les caractérisent, enfin sur les modalités de leur fonctionnement pratique³³ ».

Adam Harmes attribue également l'influence des gestionnaires de fonds sur la gestion des entreprises à des stratégies organisationnelles et communicationnelles. Il montre comment le vote par procuration – *proxy* – fut massivement utilisé par les gestionnaires de fonds pour destituer des conseils d'administration et certains PDG afin de mettre en place des dirigeants d'entreprises sensibilisés à la valeur actionnariale, rémunérés en *stock option* et internalisant la conception boursière de l'entreprise³⁴. Selon Harmes, c'est cette refonte des directions d'entreprises qui permettrait d'expliquer la vague de licenciements massifs observée dans les années 1990, simultanément aux hausses des profits des entreprises et de la rémunération des PDG³⁵.

³² BOURDIEU, HEILBRON et REYNAUD 2003, p. 5.

³³ BOURDIEU, HEILBRON et REYNAUD 2003, p. 5.

³⁴ D'autres auteurs s'attardent plutôt aux gestionnaires d'entreprises pour expliquer l'internalisation des normes financières par les entreprises. Par exemple, l'économiste Pascal Petit met en cause une partie opportuniste des classes managériales saisissant sans réelle opposition les critères financiers de gestion. PETIT 2006, p. 49-69. Neil Fligstein rapporte l'émergence de la corporation financière à des luttes de pouvoirs internes parmi les gestionnaires et à la prise de contrôle de gestionnaires provenant des secteurs financiers. FLIGSTEIN 1990.

³⁵ HARMES 2001, p. 171-202. Si durant les années 1980 et 1990, le *proxy* fut l'outil par excellence de l'opposition des gestionnaires du fonds aux gestionnaires d'entreprises par la mobilisation du vote des autres actionnaires minoritaires, la situation semble avoir changé pour ce qui est du cas canadien. Une enquête sur l'utilisation du vote par procuration par les fonds mutuels canadiens publiée en septembre 2007 démontre que ces investisseurs votent désormais presque toujours en faveur des propositions amenées par les directions d'entreprises et majoritairement contre les propositions des autres actionnaires. BRAGG *et al.* 2007, p. 9. Nous pouvons y voir une manifestation de la stabilisation de ces rapports entre les deux types des gestionnaires évoquée par Useem. Nous pouvons aussi supposer que les investisseurs institutionnels agissent souvent favorablement aux directions des grandes entreprises afin ne pas s'aliéner d'actuels ou de futurs clients susceptibles de recourir à leurs services, notamment pour la délégation de la gestion de leurs fonds de pension.

Le principal enjeu des rapports entre les entreprises et les fonds demeure cependant celui du transfert de valeur de l'entreprise aux actionnaires. Dans « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains »³⁶, Daniel Baudru, Stéphanie Lavigne et François Morin s'intéressent aux différentes modalités de la gestion pour tiers et de l'extraction de la valeur qui apparaissent dans les années 1990 avec la montée des investisseurs institutionnels dans la structure de propriété des entreprises. Les auteurs proposent une typologie des fonds d'investissement pour illustrer que la gestion de portefeuilles des investisseurs institutionnels américains et leurs modes d'extraction de valeur sont marqués par les différents cadres institutionnels dans lesquels ils s'insèrent. Les fonds y sont classés en quatre types selon que leur gestion est directe ou déléguée et selon le caractère de l'obligation liant leurs gestionnaires (obligation de moyens ou de résultat). Le groupe dominant sur les marchés, qui est aussi celui auquel nous nous intéressons dans le cadre de notre mémoire, est celui des fonds à gestion déléguée et à obligation de moyens³⁷. L'analyse des auteurs démontre que ce sont les portefeuilles de ce type de fonds, dans lequel le risque financier est entièrement transféré au bénéficiaire, qui affichent la plus grande rotation d'actifs et la plus grande proportion d'actions. En comparant le comportement de ce type de fonds aux autres, les auteurs concluent que : « Les principales caractéristiques de placement des investisseurs semblent donc être déterminées par les conditions d'organisation des marchés de délégation des fonds, elles-mêmes liées à la nature des obligations qui pèsent sur les gestionnaires³⁸ ». Dans le type de fonds qui nous intéresse, la pression à l'obtention de résultats financiers serait importante. « En effet, les différents gestionnaires sont dans ce cadre précis soumis à une évaluation relative semestrielle sous la forme de *benchmarking*. Les gestionnaires pour le compte de tiers sont donc soumis à une évaluation de la performance relative et à court terme. Il en résulte logiquement une allocation donnant le primat à la détention d'actions, associée à une rotation rapide des actifs³⁹ ».

³⁶ BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001.

³⁷ Ce type correspond aux fonds de pension à contribution déterminée dont la gestion est déléguée, et par extension, aux fonds mutuels qui fonctionnent relativement de la même manière, qui sont souvent gérés par les mêmes sociétés d'investissement et qui servent de véhicules d'investissement aux fonds de pension.

³⁸ BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001, p. 125.

³⁹ BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001, p. 125.

En plus de cette typologie, Baudru, Lavigne et Morin présentent différentes modalités d'extraction de valeur pratiquées par les fonds. Ils soulignent d'abord que les fonds opèrent essentiellement dans leurs cadres nationaux en se concentrant sur les secteurs financiers, technologiques et des services. Les fonds auraient ainsi une : « [...] préférence pour les secteurs à fort potentiel de croissance où l'effet "richesse", lié à la croissance des cours, permet de récupérer la valeur générée⁴⁰ ». Dans les secteurs croissants, la valeur est extraite par la cession des actifs financiers après une certaine valorisation. La prédilection des fonds pour ce type de secteur expliquerait leur faible présence dans les secteurs à maturité, comme l'agro-alimentaire offrant moins de potentiel de croissance boursière. Cependant, les auteurs démontrent que des mécanismes d'extraction de la valeur peuvent opérer sans valorisation de la capitalisation. Par exemple, la méthode EVA (*Economic Value Added*) énonce qu'une entreprise doit dégager une valeur supérieure à celle requise par l'équilibre, et que le flux de revenu supplémentaire doit être transféré aux actionnaires. « Par le calcul de la MVA (*Market Value Added*), qui n'est d'ailleurs que la somme actualisée des EVA futures, l'investisseur parvient même à récupérer *ex ante* le revenu supplémentaire issu de l'action de la firme⁴¹ ». Les EVA sont transférées aux actionnaires par dividendes ou encore par relation, c'est-à-dire le rachat par l'entreprise d'une partie de son capital en vue de sa destruction. Dans ce contexte, la valeur peut être transférée aux fonds d'investissement sans valorisation boursière, et ce, même dans un contexte de valeur boursière stable ou décroissante. Baudru, Lavigne et Morin ajoutent que ces mécanismes ne sont effectifs que lorsque les gestionnaires de fonds ont, d'une part, une influence sur les décisions d'allocation des entreprises et, d'autre part, la possibilité de réaliser une allocation stratégique des actifs de leurs portefeuilles, possibilité associée aux fonds marqués par l'obligation de moyens. C'est pourquoi les auteurs concluent qu' : « Il apparaît dès lors que les méthodes de *shareholder value* et le développement de la gestion pour le compte de tiers sont liés. L'usage des outils et des méthodes de transfert de valeur économique dégagée par les firmes est nécessaire pour que la gestion pour le compte de tiers puisse se développer. Le modèle financier de la gestion institutionnelle des marchés est donc, un mode d'organisation cohérent⁴² ».

⁴⁰ BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001, p. 128.

⁴¹ BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001, p. 130.

⁴² BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001, p. 130.

D'autres chercheurs se sont intéressés aux moyens qu'utilisent les entreprises pour répondre aux pressions financières et à la demande de valeur actionnariale. Parmi ces moyens, la restructuration semble être privilégiée. Les effets de ces restructurations sur le travail sont documentés pour le cas du Royaume-Uni dans l'article « Restructuring for shareholder value and its implication for labour »⁴³ publié dans le *Cambridge Journal of Economics* et signé par Julie Froud, Colin Haslam, Sukhdev Johal et Karel Williams du *Centre for Research on Socio-Cultural Change*. Ceux-ci contestent l'idée selon laquelle les restructurations constituent un processus rationnel et généralement bénéfique, tel que le soutiennent les défenseurs de cet exercice de discipline imposé par les marchés. Des analyses comptables et des études de cas sectorielles illustrent que les restructurations sont stimulées *ex ante* par des attentes difficilement atteignables du marché des capitaux. Les restructurations viseraient à augmenter le retour sur le capital investi par le biais d'une réduction du coût du travail. Les auteurs démontrent cependant que des limites au recouvrement des coûts spécifiques à des secteurs d'activités contraignent les retours sur le capital investi et que les restructurations fournissent des bénéfices transitoires au capital. « Though restructuring, firm's management aims to meet the expectations of the capital market about distributed earnings and increased share price. But, in the absence of product market growth, activity characteristics and product market set structural limits on management's ability to deliver earnings for shareholders⁴⁴ ».

Du point de vue du travail, ces restructurations auraient globalement un effet négatif, quoique des gains puissent être obtenus par certains, selon un ratio que les auteurs ne sont pas en mesure de fournir. « Restructuring feeds labour market inequalities directly by creating winners as well as losers. Winners may be survivors in downsized firms or worker/shareholder who benefit as fund investors⁴⁵ ».

⁴³ FROUD, HASLAM, JOHAN *et. al.* 2000.

⁴⁴ FROUD, HASLAM, JOHAN *et. al.* 2000, p. 771.

⁴⁵ FROUD, HASLAM, JOHAN *et. al.* 2000, p. 771.

1.2.3 Les études sociales de la finance

Le manque de connaissance du fonctionnement pratique des fonds d'investissement évoqué plus haut par Bourdieu, Heilbron et Reynaud est en partie comblé par le courant des études sociales de la finance. Tentant de dépasser les lacunes de la *behavioural finance*⁴⁶ jugée trop ancrée dans la psychologie individuelle, cette approche interdisciplinaire s'intéresse aux dimensions sociale, culturelle et technologique des activités financières en combinant notamment la sociologie économique, les études culturelles, l'économie politique internationale et les études de la science et de la technologie. Parmi les chercheurs associés à ce courant, mentionnons Karin Knorr Cetina, Alex Preda⁴⁷, Olivier Godechot⁴⁸, Horacio Ortiz⁴⁹ Donald MacKenzie⁵⁰ et Michel Callon⁵¹ dont les recherches se caractérisent toutes par des enquêtes de terrain et une approche d'inspiration ethnologique de la finance. Les travaux associés à ce courant présentent cependant des thèmes différents, allant des rapports de genre à la spatialité financière en passant par l'infrastructure technologique, les cadres légaux, les réseaux sociaux et la performativité des activités financières. Quelques contributions des études sociales de la finance portent plus directement sur les fonds. Mentionnons notamment l'article « Assembling an economic actor: the *agencement* of a Hedge Fund » de Iain Hardie et Donald MacKenzie, qui discute de la pertinence du concept d'agencement socio-technique de Callon pour interpréter le fonctionnement interne des *hedge funds*⁵². Soulignons aussi les recherches de Sabine Montagne – qui est également associée à la théorie de la régulation – sur les fondements juridiques du capitalisme patrimonial⁵³. Ses conclusions quant à l'influence de l'institution juridique du *trust* sur les rapports sociaux qui constituent les fonds de pension (passivité structurelle du bénéficiaire et autonomie des gestionnaires) peuvent aussi être appliquées aux fonds mutuels qui partagent approximativement le même cadre juridique que les fonds de pension. Bien que nous développerons plus amplement ce point dans le chapitre IV de ce mémoire, mentionnons que

⁴⁶ SHEFRIN 1999.

⁴⁷ KNORR CETINA et PEDA 2005.

⁴⁸ GODECHOT 2006.

⁴⁹ ORTIZ 2005.

⁵⁰ MACKENZIE 2006.

⁵¹ CALLON 2007.

⁵² HARDIE et MACKENZIE 2007.

⁵³ MONTAGNE 2006a et MONTAGNE 2006b.

Montagne part de la même relation fiduciaire qui structure l'argument de Hawley et William pour en tirer une lecture opposée des investisseurs institutionnels et de leur rapport à leurs bénéficiaires.

1.2.4 La thèse de la révolution de l'investissement de masse

Une dernière étude mérite que l'on s'y attarde plus longuement. À notre connaissance, l'analyse critique la plus exhaustive réalisée sur les investisseurs institutionnels nord-américains est la thèse de doctorat en science politique d'Adam Harmes *Mass Investment: Mutual Funds, Pension Funds and the Politics of Economic Restructuring*⁵⁴. Cette thèse nous intéresse plus particulièrement pour deux raisons. D'une part, elle se concentre autant sur le cas américain que sur le cas canadien, peu abordé dans la littérature scientifique. D'autre part, la perspective de Harmes se rapproche de la perspective sociologique des fonds que nous entendons développer.

Dans sa thèse, Harmes soutient que les économies capitalistes, déjà caractérisées par la production de masse et la consommation de masse, furent récemment marquées par la révolution de l'investissement de masse. Le politologue lie ce phénomène à la montée des investisseurs institutionnels du fait qu'elle implique la délégation du contrôle des actifs financiers issus de l'épargne de masse fordiste à des gestionnaires professionnels. Harmes propose une critique de l'investissement de masse qui s'articule en deux arguments visant à démontrer l'influence des investisseurs institutionnels dans les politiques, les structures institutionnelles et les rapports sociaux de ce qu'il désigne comme l'ordre mondial émergent. Son premier argument est que la montée de ces nouveaux investisseurs rend les marchés financiers moins efficaces et explique certaines tendances économiques : « [...] currency crises; pressures on states to pursue excessively tight macroeconomic policies; and pressures on firms to restructure and downsize⁵⁵ ». Le second argument, d'inspiration néogramscienne, est celui de la reconfiguration de la relation entre le capital financier et le travail, par laquelle

⁵⁴ HARMES 2000.

⁵⁵ HARMES 2000, p. iv.

le capital financier acquiert un plus grand pouvoir dit coercitif et consensuel sur le travail. « Investigated specifically is the way that the rise of mass investment and the related emergence of an investment culture may be serving to incorporate some elements of labour into a class alliance led by financial capital⁵⁶ ».

Dans cette analyse, l'investissement de masse est présenté comme un produit du compromis fordiste transformé par un mouvement de privatisation du risque. Harmes situe ainsi la naissance de l'investissement de masse du côté des fonds de pension à prestations déterminées. Dans ce type de fonds, le risque financier et la gestion du fonds sont assumés par l'employeur qui s'engage à verser des rentes d'un montant déterminé. Pour le travailleur, le fonds prend la forme d'une d'assurance de revenus à la retraite et d'épargne imposée par le biais d'un investissement passif. Harmes explique que cette épargne de masse se transforme durant la décennie 1990 avec l'essor des fonds de pension à contributions déterminées. Dans ce nouveau type de fonds, c'est la contribution de l'employeur et/ou de l'employé qui est déterminée tandis que le montant de la rente n'est pas garanti. Dans ce modèle, le risque financier est transféré à l'employé, car la rente est déterminée au moment de la retraite par la valeur boursière des contributions versées au fonds⁵⁷. C'est avec la généralisation de ce modèle que la révolution de l'investissement de masse s'effectuerait. « Retirement risk is increasingly being privatized in a manner that is transforming passive savers into active investors⁵⁸ ». Selon Harmes, ce transfert de risque s'inscrit dans une tendance plus générale à

⁵⁶ HARMES 2000, p. iv.

⁵⁷ C'est surtout dans le cadre de la montée des fonds à contributions déterminées que la notion de travailleur capitaliste fut mise de l'avant.

⁵⁸ HARMES 2000, p. 6. Nous questionnerons cette notion d'investisseur actif lorsque nous traiterons de la structure juridique des fonds. Bien que la réforme des fonds de pension transfère le risque financier au bénéficiaire, celui-ci ne possède pas le contrôle des actifs financiers et n'agit pas plus en investisseur actif qu'en travailleur capitaliste, peut-être à l'exception des délégués représentant les bénéficiaires sur les comités de placements des fonds de pension. Par ailleurs, les tentatives d'utilisation de la position d'actionnaire à des fins syndicales ont montré comment la politisation des fonds est limitée. Commentant ces tentatives, Catherine Sauviat affirme : « Aux États-Unis, au Canada ou au Royaume-Uni [...] les syndicats revendiquent des droits de regard croissants sur l'épargne ainsi accumulée dans les fonds de pension. Ils considèrent ces formes d'épargne comme un salaire différé et l'utilisent comme une arme nouvelle dans l'action, un tremplin pour la reconquête syndicale et la consolidation de leur pouvoir. Ils réclament leurs droits de salariés, qui s'expriment de fait par des droits de propriétaires (ils utilisent à cet égard le terme de « working capital »), et poursuivent des stratégies d'activisme en tant qu'actionnaires. [...] Mais cet engagement syndical aux côtés d'autres actionnaires est ambigu. En visant, à partir de leur posture d'actionnaires, à rééquilibrer les rapports de force en faveur du travail et à régénérer un syndicalisme partout sur le déclin, leurs marges de manœuvre sont extrêmement étroites et ce double positionnement est potentiellement porteur de conflits d'intérêt et prête à la confusion des rôles. [...] Cette

la restructuration néolibérale et à la constitution d'une force de travail plus flexible et autonome.

Dans ce contexte, qui se traduit notamment par la promotion gouvernementale des plans d'épargne retraite personnels et privés par des incitatifs fiscaux, l'investissement de masse est alimenté par l'épargne et l'investissement individuel principalement canalisé par les fonds mutuels.

Une fois ces fondements historiques posés, Harmes tente de réfuter la conception néolibérale des investisseurs institutionnels qui serait calquée sur la théorie néoclassique. Selon cette théorie, qui n'admet pas de différences significatives de comportement parmi les catégories d'investisseurs, ces derniers agirait tous rationnellement dans l'allocation de leurs capitaux. C'est d'ailleurs ce qui assurerait, avec la diversité des acteurs présents, le bon fonctionnement du marché.

In neoclassical theory, financial markets are supposed to operate efficiently (meaning that asset prices will reflect their "true" value) because they are composed of millions of rational and diverse individual investors. Rational investors focus on economic fundamentals, rather than "irrational" criteria, when determining the value of a particular asset. Diverse investors ensure that incorrect or irrational guesses about the price of an asset will average out to the extent that markets value the price of an asset correctly. Diverse investors also ensure that there are enough long-term investors to offset, or arbitrage against, short-term investors⁵⁹.

stratégie consiste pour les syndicats à utiliser au mieux leur pouvoir d'actionnaire dans le cadre juridique, extrêmement codifié et très asymétrique, qui gouverne les relations entre actionnaires et managers, afin de tenter de faire prévaloir leurs vues. Le problème est qu'elles sont conformes en tout point à n'importe quelle visée d'actionnaire, de sorte que les résolutions soumises au vote au nom des syndicats ne s'éloignent jamais du standard actionnarial. Les syndicalistes cherchent également à développer le dialogue avec la communauté financière, dont les gestionnaires de fonds sont l'un des pivots. Sur ce terrain, pour se faire entendre, ils sont obligés de tenir un discours qui a plus la tonalité d'un discours d'actionnaire que de celui d'un syndicaliste. On peut l'interpréter comme une concession excessive au primat de la logique financière sur la logique syndicale. Car revendiquer en tant qu'actionnaire salarié place forcément le syndicat dans une position schizophrénique, qui reflète la nature antagonique des rapports capital/travail et qui a pu s'illustrer dans des situations concrètes ». SAUVIAT 2004, p. 100-101, 121-122.

⁵⁹ HARMES 2000, p. 13.

Les investisseurs institutionnels rendraient par ailleurs les marchés encore plus efficaces et équitables en agissant toujours rationnellement en raison de la gestion de leurs actifs confiée à des professionnels disposant de ressources considérables pour l'analyse des fondamentaux. Plus simplement, en amenant avec eux l'épargne de millions d'individus, ils amélioreraient les marchés en augmentant son nombre de participants et en se comportant en arbitragistes en vertu de leurs investissements à long terme dictés par l'horizon des retraites.

Long-term horizons mean that mutual funds and pension funds should be the "smart money" in the financial markets; arbitragers who can afford to wait-out and offset short-term volatility by taking contrarian positions rather than by following the herd. If a stock price rises for irrational reasons, they should be the ones to sell it. And if a currency plummets below its true value, they should be the ones to buy-and-hold rather than to buy-and panic⁶⁰.

Comme nous l'avons constaté avec Drucker et ses successeurs, il se dégage l'idée d'une rencontre entre les intérêts du capital financier et ceux des travailleurs épargnants à partir de la conception néoclassique de l'investisseur appliquée aux investisseurs institutionnels. Pour l'invalidier, Harmes démontre que les gestionnaires de fonds nuisent au fonctionnement des marchés par leurs comportements mimétiques, leurs réactions excessives sur des titres et leur tendance à influencer sur la surévaluation des prix. Il attribue ces comportements à l'institutionnalisation de certaines méthodes d'évaluation et à d'autres pratiques compétitives au sein de l'industrie de la gestion de fonds raccourcissant les horizons d'investissement du capital financier.

En plus de cette invalidation de la conception néoclassique des investisseurs institutionnels, Harmes présente les impacts concrets de leur organisation et de leur puissance financière, qu'il observe à quatre niveaux : l'ordre mondial, l'État, la production et la société civile. Sur l'ordre mondial, Harmes propose d'abord un modèle interprétatif du rôle des investisseurs institutionnels dans les crises monétaires. Il y présente notamment la dynamique des attaques spéculatives auto-réalisatrices et les torts qu'elles causent aux économies locales. Il affirme que la puissance du capital financier augmente avec ces crises, car les effets déstructurants de

⁶⁰ HARMES 2000, p. 14.

celles-ci favorisent les capacités du capital à promouvoir des politiques constituant un nouvel ordre mondial néolibéral⁶¹. Du côté de l'État, Harmes soutient que les investisseurs institutionnels participent aux pressions structurelles s'exerçant sur les gouvernements pour les inciter à poursuivre des politiques fiscales et monétaires d'austérité⁶². L'analyse de la production reprend la dynamique entre les deux ordres de gestionnaires déjà présentée dans cette revue de la littérature. Harmes y intègre cependant les effets sociaux et économiques négatifs des mises à pied massives qui découlent de l'application des mesures promues par les investisseurs institutionnels, en mettant en évidence les pertes encourues par les mêmes individus sensés bénéficier, comme épargnants et investisseurs, de la révolution de l'investissement de masse⁶³. Pour ce qui est de la société civile, l'analyse de Harmes attribue à l'investissement de masse un renforcement de l'aspect positif de l'idéologie néolibérale : la création d'une apparence de rencontre des intérêts des travailleurs et de ceux du capital financier. Cette idéologie universaliserait des intérêts spécifiques, notamment en fournissant des avantages matériels à un groupe de subordonnés. Cependant, une analyse statistique des bénéfices de l'investissement de masse démontre des inégalités profondes dans leur distribution. Ces inégalités sont mises en relief avec les effets sociaux et économiques négatifs des mises à pied massives évoquées plus haut, ainsi qu'avec la flexibilisation du travail qui les accompagne pour indiquer que la majorité des travailleurs ne bénéficie pas ou très peu de la révolution de l'investissement de masse. Les investisseurs institutionnels renforceraient également l'aspect négatif de l'idéologie du néolibéralisme – c'est-à-dire la promotion de la conception selon laquelle il n'existe pas d'alternative valable – en diffusant une culture de l'investissement parmi la population. Dans les deux cas, il en résulterait un agrandissement de la base d'appui aux politiques macro-économiques conservatrices et à la libéralisation des marchés⁶⁴.

⁶¹ HARMES 2000, p. 34-66, 115-199.

⁶² HARMES 2000, p. 229-272.

⁶³ HARMES 2000, p. 273-307.

⁶⁴ HARMES 2000, p. 308-346.

1.2.5 Conclusion

Comme nous le constatons au terme de cette revue de la littérature, les fonds des investisseurs institutionnels ont été étudiés sous différents angles et selon différentes positions normatives. En effet, nous avons présenté des études traitant des dimensions organisationnelles et institutionnelles des fonds, des rapports qu'ils entretiennent avec leurs bénéficiaires, de leur fonctionnement pratique et de leur impact sur la gestion d'entreprise, le monde du travail, l'économie dans son ensemble et la culture. Cependant, les auteurs nous semblent être plus divisés sur la portée sociale à donner à la montée des investisseurs institutionnels. D'une part, le constat d'une participation élargie à la dynamique boursière est accueilli positivement comme une forme de socialisation ou de démocratisation de la finance et, avec elle, de l'ensemble de l'économie. D'autre part, d'autres chercheurs s'attardent au fonctionnement des intermédiaires permettant cette diffusion sociale de la finance pour montrer qu'elle implique une concentration de la puissance financière. Cette puissance s'exercerait sur les marchés, les entreprises, le monde du travail, les États et la culture, et ce, globalement contre les intérêts des bénéficiaires de la gestion pour tiers. En considérant par ailleurs les difficultés liées à la politisation des fonds d'investissement, il apparaît que nous ne faisons pas face à une démocratie des investisseurs. Si nous pouvons concevoir un travailleur capitaliste en raison de sa participation à un fonds, celui-ci se trouve dans une position hautement contradictoire.

1.3 Cadre théorique

1.3.1 La financiarisation et l'intermédiation

Les transformations relatives à l'épargne et à la montée des fonds nous intéressent en ce qu'elles s'inscrivent au coeur du processus de financiarisation. Nous comprenons ce processus comme un ensemble de mutations profondes de l'économie et du rapport économie/société, dont on observe les formes les plus avancées dans les pays anglo-saxons.

Ces transformations se traduisent par le caractère déterminant que tend à prendre la finance – ses institutions, ses organisations, ses normes, ses acteurs – sur l'ensemble de l'économie, y compris sur les ménages chez qui nous observons la hausse simultanée de l'endettement et de la part des actifs financiers dans leurs patrimoines.

La financiarisation se manifeste d'abord comme une croissance phénoménale des actifs financiers en circulation par rapport aux actifs de l'économie dite réelle. La figure 1.3 témoigne de l'évolution de ces deux types d'actifs en pourcentage du PIB pour le cas canadien. Ces actifs, présentés ici dans un cadre national, s'inscrivent plus largement dans une croissance des flux d'actifs financiers circulants sur les marchés globalisés. Suite aux vagues de déréglementation et de libéralisation qui ont permis la création de vastes marchés financiers et monétaires, un « nouveau mur de l'argent » entravant la régulation des banques centrales a été créé à partir du milieu des années 1990⁶⁵.

Lorsque nous décortiquons la hausse des actifs financiers observée dans la figure 1.3, nous constatons que les investisseurs institutionnels – fonds mutuels, fonds de pension et fonds de compagnies d'assurance – sont les premiers détenteurs de ces actifs après les banques. La figure 1.4 illustre cette progression. L'émergence, la consolidation et la montée en puissance des investisseurs institutionnels constituent ainsi une manifestation de la financiarisation. Outre leur participation à la hausse des actifs financiers en circulation, les investisseurs institutionnels effectuent une double intermédiation financière qui, selon nous, rend leur étude pertinente dans le cadre d'une analyse de la financiarisation. En effet, cette double intermédiation situe les investisseurs institutionnels au centre des grandes transformations marquant l'économie canadienne.

D'une part, les investisseurs institutionnels sont devenus les principaux acteurs sur les marchés boursiers nord-américains. La figure 1.5 illustre la composition des portefeuilles des fonds mutuels canadiens. Si les portefeuilles de fonds étaient au départ principalement constitués d'obligations, nous observons depuis le milieu des années 1980 la croissance de la

⁶⁵ MORIN 2006.

part des actifs des fonds investis en actions et en investissement étranger. Il est alors légitime de supposer que les fonds représentent un des principaux vecteurs d'internalisation de la logique financière par les entreprises en vertu de leur position d'intermédiaire entre les marchés boursiers et les entreprises, position fondée sur la possession et la gestion active de leurs titres. Nous en avons vu des illustrations dans la revue de la littérature avec les questions de gouvernance d'entreprises, de valeur actionnariale et de conception boursière de l'entreprise.

D'autre part, la gestion active des titres effectuée par les fonds des investisseurs institutionnels se fait à partir de l'épargne leur étant confiée. Nous assistons à cet égard à une nouvelle forme d'intermédiation permettant aux marchés financiers de s'alimenter à même l'épargne. Ces marchés sont souvent qualifiés de marchés désintermédiés, car le financement des entreprises peut s'y effectuer directement, sans endettement et sans que la banque y joue un rôle de prêteur. Si l'épargne semble ainsi échapper à la banque et être drainée par les investisseurs institutionnels sur les marchés, ceux-ci n'en sont pas moins intermédiés. En effet, une intermédiation fondamentale y est assumée par les fonds qui assurent la métamorphose de l'épargne en capital financier. Par ailleurs, les principaux fonds mutuels canadiens étant contrôlés par des groupes bancaires, et les banques d'investissement jouant un rôle primordial dans l'émission et le financement de l'achat de divers titres, la thèse de la désintermédiation des marchés ne peut être justifiée par l'absence des banques dans leur fonctionnement. Il n'en demeure pas moins que la principale intermédiation sur ces marchés nous semble être celle qui est mise en forme par les fonds qui les alimentent en épargne.

Ces acteurs financiers, dont les actifs sous gestion ne cessent de croître dans tous les pays de l'OCDE, doivent donc faire l'objet d'une attention particulière dans le cadre d'une étude de la financiarisation en raison de leur position d'intermédiaire entre la finance, l'épargne et les entreprises. La double intermédiation financière effectuée par les fonds les situe au cœur de la financiarisation des entreprises et des actifs des ménages⁶⁶.

⁶⁶ À cette double intermédiation correspond aussi une double rupture avec des institutions modernes. Les fonds permettent en effet l'investissement et le recyclage de l'épargne en dehors de la banque commerciale. Ils permettent aussi d'assurer la sécurité sociale des classes moyennes en dehors de l'État. Sur cette question, voir

1.3.2 Le régime d'accumulation financiarisée

Notre mémoire s'inscrit dans le cadre d'un programme plus général motivé par la recherche de l'unité des multiples manifestations de la financiarisation. Ce cadre et cet objectif sont ceux des recherches d'Éric Pineault et du Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé (CAFCA) qu'il dirige. Abordant la financiarisation en tant que phénomène social, les recherches du CAFCA rendent compte de l'institutionnalisation d'une nouvelle forme idéaltypique du capitalisme avancé⁶⁷. Une des hypothèses guidant les travaux du collectif est que cette unité des manifestations de la financiarisation peut être représentée par la transition du capitalisme managérial et fordiste à une nouvelle forme de capitalisme financier. Celle-ci est schématisée en un régime d'accumulation financiarisée dont les propriétés générales et les structures sociales sont présentées dans l'article *The Social Structures of Financialised Accumulation: a contribution to the analysis of capitalist finance* d'Éric Pineault⁶⁸. Ce modèle d'inspiration institutionnaliste, régulationniste et postkeynésienne nous aide à situer les fonds dans un contexte macro-institutionnel et constitue un outil méthodologique et interprétatif guidant notre étude de cas.

La proposition théorique de Pineault s'inspire d'abord de l'analyse keynésienne et postkeynésienne de la circulation industrielle et financière pour présenter l'organisation des rapports structurels entre les institutions financières et l'ensemble de l'économie. La financiarisation y apparaît comme la détermination de différents rapports économiques constituant la circulation industrielle par le capital financier. Cette détermination se condense dans le concept opératoire d'encastrement hiérarchique. Pour situer cet encastrement de la finance, il faut d'abord présenter les fondements théoriques sur lesquels s'édifie l'idéaltype de l'accumulation financiarisée. Il s'agit d'une réduction des rapports financiers à trois

ESPING-ANDERSEN 1999 et BEAUCHEMIN, BOURQUE et DUCHASTEL 1995.

⁶⁷ « Le programme de recherche repose ainsi sur la reconnaissance du fait sociologique que les transformations historiques du capitalisme participent d'une redéfinition idéologique et politique du rapport économie et société : d'une part, parce que toute économie capitaliste repose sur une base institutionnelle qui doit faire l'objet d'une (re)production politique, juridique et culturelle ; d'autre part, parce que le dynamisme propre à l'accumulation capitaliste a une emprise déterminante sur l'historicité des sociétés modernes ». PINEAULT 2005a, p. 2-3.

⁶⁸ PINEAULT 2008.

formes génériques et de leur configuration institutionnelle de base qui peut être représentée ainsi :

S P

L

Dans ce schéma, *S* renvoie à l'épargne, *L* au monnayage⁶⁹ sous diverses formes et *P* à l'investissement et aux placements financiers. La configuration des trois termes reposant sur une théorie de la monnaie endogène et sa création comme crédit bancaire, il faut y voir deux circuits de la liquidité partant chacun de *L* et allant d'une part vers *S* et, d'autre part, vers *P*. Le circuit allant de *L* à *S* repose sur la production et la reproduction de la liquidité monétaire par la banque commerciale qui, comme nous le verrons plus loin, alimente la circulation industrielle et résulte en une épargne. Le second circuit, allant de *L* à *P*, repose quant à lui sur la production et la reproduction de la liquidité financière par la banque d'investissement. Son terme *P* représente les placements financiers et les lieux de valorisation des titres. Dans cette configuration de base, l'axe vertical indique un processus d'accumulation historique tandis que l'axe horizontal représente un temps formel ou projeté. Ainsi : « In this figuration of financial relations savings and placements appear as outcomes instead of *sui generis* assets, and their existence depends on two distinctive forms of liquidity. "L" as endogenous money

⁶⁹ Ce modèle s'accompagne d'une théorisation de la monnaie comme institution sociale ayant le pouvoir d'effacer des dettes et incarnant des droits liquides et quantitatifs sur la richesse sociale. Le monnayage attribué aux banques en vertu d'un monopole institutionnel, et qui est à l'origine des deux circuits, est d'autant plus déterminant qu'il constitue les acteurs économiques. Du côté de la circulation industrielle et de la liquidité monétaire, le monnayage institue un rapport créancier/débiteur transformant le débiteur en capitaliste. C'est le point d'origine de l'investissement et du rapport salarial dans lequel la monnaie prend la forme d'un droit sur l'activité sociale comme travail. Du côté de la circulation financière, le capital financier produit et reproduit par la banque d'investissement représente également un droit sur la richesse sociale, mais prend ici la forme d'une revendication indirecte sur un flux de revenu futur d'un autre acteur. Cette revendication, faisant toujours l'objet d'une médiation et s'articulant sur la liquidité monétaire, dépend de l'institution constante de son processus de valorisation sur les marchés financiers. En articulant le schéma des rapports financiers de base à la théorisation de la monnaie comme institution sociale, les pôles *S*, *L* et *P* apparaissent respectivement comme une accumulation de droit passé sur la richesse sociale, la production de droits présents sur la richesse sociale et la production et la valorisation de droit sur la richesse sociale future. PINEAULT 2008.

creation is the base relation, which can then project itself into the past as savings “*S*” or into the future as placements “*P*”⁷⁰ ».

Afin de lier cette schématisation aux tendances concernant l'épargne que nous évoquions dans le premier point avec le déclin des dépôts bancaires et la montée des investisseurs institutionnels, mentionnons qu'au terme de la circulation *L-S*, l'épargne est traditionnellement recyclée par la banque où elle retourne sous forme de dépôt. La montée des fonds mutuels transforme ce circuit par la création d'un nouveau pôle *S-P* dans lequel l'épargne se métamorphose en capital financier par le biais du fonds que nous identifions avec le CAFCA comme forme générique de l'organisation financière.

S → P

L

Ce rapport financier se distingue des deux autres par l'absence de monnayage et par le caractère paradoxal du passage de l'épargne aux placements souligné par Pineault : « [...] since acquired rights on social wealth are transfigured as uncertain rights on projected future social wealth⁷¹ ». Les conditions historiques d'émergence de ce pôle *S-P*, mais surtout sa mise en forme organisationnelle et sa portée sociologique constituent l'objet de notre mémoire.

Afin de mieux marquer l'importance de cette liaison entre épargne et placement qu'effectue le fonds et la situer dans l'ensemble du processus de financiarisation, il nous faut présenter plus en détail l'articulation entre les circuits industriels et financiers qui se superposent au schéma de base que nous avons tracé. Ce faisant, nous situerons les rapports financiers génériques déjà présentés dans l'ensemble de l'économie. Nous exposerons ensuite deux

⁷⁰ PINEAULT 2008, p. 10.

⁷¹ PINEAULT 2008, p. 12.

modèles renvoyant à deux formes de capitalismes financiers se succédant en Amérique du Nord durant la seconde moitié du XX^e siècle.

La circulation industrielle *L-S* a comme origine le monnayage par rapport de crédit entre la banque commerciale et une entreprise. Le capital y circule comme un flux marqué par trois moments structurants, puis par un reflux à la banque dans le cas des dépôts d'épargne. Ces trois moments sont présentés par Pineault comme des rapports institutionnalisés. Le premier est le rapport d'entreprise *E* qui lance la circulation industrielle. C'est celui qui dirige le degré et l'orientation de l'investissement et de la production. Le deuxième moment est celui du rapport salarial *W*. Il détermine le degré et la nature de l'emploi, de la productivité et de la rentabilité résultant notamment du compromis entre le salaire et le profit. Finalement, la norme de consommation *C* gouverne la demande effective et ferme le circuit en déterminant le taux d'épargne *S* qui apparaît ici comme une fonction de *C*⁷².



La circulation financière est quant à elle marquée par une tension entre la banque d'investissement *L* comme productrice de la liquidité financière et les marchés financiers comme lieux de valorisation des placements *P*. Entre ces deux pôles limites, se trouvent une foule d'acteurs, d'organisations et d'intermédiaires prenant part à la reproduction de la liquidité financière. « Inside this structure circulate a number of assets that can be classed according to their degree of distance from monetary liquidity and the increased dependence for their valuation and the reproduction of their value as liquid financial capital on various communicational/cultural processes⁷³ ». La banque d'investissement joue un rôle central dans cette structure. D'une part, elle produit les différents titres qui y circulent par sa

⁷² PINEAULT 2008, p. 14-16.

⁷³ PINEAULT 2008, p. 17.

transformation de rapports créancier/débiteur en actifs liquides. D'autre part, elle finance les courtiers et arbitragistes qui achètent en premier lieu ces titres pour ensuite les transmettre aux différents investisseurs – principalement institutionnels – actifs sur les marchés financiers. Le point *P* réfère pour sa part à l'ensemble des acteurs et des institutions constituant des sites interreliés de valorisation et de reproduction des actifs financiers sous une forme liquide. Les différents titres qui y circulent représentent des droits sur des acteurs ou des éléments de la circulation industrielle et de la circulation financière. Ils représentent ainsi directement ou indirectement du pouvoir sur des revenus et des actifs. Bien que le mode de valorisation de ces titres repose sur des mécanismes autoréférentiels, conventionnels et communicationnels, il ne faut pas en conclure que la finance forme une sphère économique autonome, déconnectée ou fictive par rapport à l'économie dite réelle, comme l'ont suggérés plusieurs auteurs. En effet :

Financial capital's power over industrial circulation is not only a function of its liquidity, it is also a function of its capacity to enforce the claims on assets and income implied in the financial relation constitutive of a given coupon such as commercial paper, bonds and shares. This enforcement, as an alternative or complementary means of valorisation to liquidity, is not exercised in a vacuum, it is neither an abstract principle as often depicted by critical analysis of "shareholder value", it is exercised precisely on the structuring relations of industrial circulation, that is on the enterprise relation, the wage relation and the consumption/savings norm⁷⁴.

C'est donc sur la base de l'actualisation des droits produits en son sein que la circulation financière interagit avec la circulation industrielle et c'est, comme nous le verrons, sur cette interaction que s'édifie la financiarisation telle que nous l'interprétons.

Le cadre théorique tiré des travaux d'Éric Pineault et du CAFCA se distingue des approches de la finance comme sphère autonome ou déconnectée par le concept d'encastrement hiérarchique, qui y est mis de l'avant pour interpréter les interactions entre l'accumulation financiarisée et la circulation industrielle. Cet encastrement réfère à l'intrusion du capital financier dans les moments clefs de la circulation industrielle présentés plus haut. Ce concept réfère au fait que :

⁷⁴ PINEAULT 2008, p. 19.

[...] the sequentiality of industrial circulation comes to depend on specific processes and relations inside financial circulation, and in this specific context where *financial capital mediates the reproduction of industrial capital's social structure* the former acquires the capacity or power to orient and determine, according to its own logic, industrial circulation and its structuring relations⁷⁵.

Cette thèse est illustrée par la confrontation de deux idéaltypes de régimes financiers schématisés par Pineault. Ceux-ci sont inspirés du *managerial capitalism* et du *money manager capitalism* de la typologie de Minsky, ainsi que des régimes d'accumulation fordiste et postfordiste des régulationnistes.

Le premier régime financier, le capitalisme managérial, se caractérise par une forte cohérence de la circulation industrielle et une marginalité des processus financiers. Dans ce modèle, les trois moments clefs de la circulation industrielle se renforcent les uns les autres. Les régulationnistes ont bien décrit ce phénomène qu'ils ont qualifié de cercle vertueux de croissance. Il s'agit d'un cercle de croissance séquentiel qui, sous le fordisme, avait le travail comme moment déterminant de la régulation⁷⁶. Mentionnons d'emblée que la financiarisation se comprendra précisément comme la rupture de cette séquence et la production d'une nouvelle unité de la circulation industrielle comme produit de la circulation financière dans laquelle le travail apparaît comme une simple variable d'ajustement.

Le capitalisme managérial est dominé par la logique de la liquidité monétaire et de la banque commerciale, toutes deux placées sous l'égide de la banque centrale. Les principaux actifs financiers qui y circulent sont les obligations publiques, les créances à court terme et, plus généralement, des droits sur la dette publique plutôt que sur les entreprises. « As argued by

⁷⁵ PINEAULT 2008, p. 20.

⁷⁶ Le régime fordiste se caractérise par une accumulation intensive – fondée sur la plus-value relative trouvant sa source dans l'organisation du travail – et une consommation de masse. La formalisation de ce régime donne à voir une croissance endogène continue : la modernisation des processus productifs mène à des forts gains de productivité ; si elle est acceptée par les travailleurs, cette modernisation contribue avec ces gains à concentrer les luttes syndicales sur le pouvoir d'achat ; les hausses de salaire en découlant produisent un débouché pour la production de masse dans la consommation de masse ; s'ensuit une hausse des profits et de l'investissement dans l'équipement et les techniques de productions de masse qui bouclent le régime en menant à de nouveaux gains de productivité. Boyer précise que la stabilité de ce « cercle vertueux de croissance » repose notamment sur trois conditions : le potentiel d'augmentation de la productivité, la stabilité du compromis travail/capital et une faible ouverture internationale. BOYER 2004, p. 62.

Minsky these public instruments do intervene directly in the industrial accumulation process by acting as a source of liquidity for banks engaged in the financing of long term investments or engaged in short term revolving finance for productive purposes⁷⁷ ». Historiquement, ce modèle, dans lequel la circulation industrielle est relativement isolée des revendications du capital financier, prédomine en Amérique du Nord jusqu'au début des années 1980. La figure 1.6 consiste en une représentation synthétique du capitalisme managérial mettant l'emphase sur les interactions types entre les circulations industrielle et financière et les superposant aux rapports financiers de base *L*, *S* et *P*. Notons que l'épargne y est soit directement investie en obligations, soit déposée à la banque.

À cet idéaltype s'oppose celui de l'accumulation financiarisée. Ce modèle, construit sur des bases tant théoriques qu'historiques, se distingue du premier par la centralité des fonds et des marchés financiers. Il implique une redéfinition des trois pôles *S*, *L* et *P*, ainsi qu'une destruction de l'unité des moments de la circulation industrielle construite en opposition politique au capitalisme managérial.

L'accumulation financiarisée se manifeste d'abord par une mutation de la nature de l'épargne des salariés qui s'autonomise de la régulation de la norme de consommation. Cette autonomisation profite et résulte simultanément du développement des mécanismes de captation et de valorisation de l'épargne mis en place par les compagnies d'assurance vie, les fonds mutuels et les fonds de pension opérant la métamorphose de l'épargne en capital financier.

Le pôle *L* est aussi l'objet d'une mutation dans le cadre de l'accumulation financiarisée. Il s'agit principalement de la redéfinition des grandes banques commerciales en banques d'investissement rendue possible par une série de déréglementations. « The moneying of capital was thus gradually diverted from its immediate articulation to industrial circulation and rearticulated to financial circulation. The floating of securities on the markets and

⁷⁷ PINEAULT 2008, p. 21-22.

exchanges became the condition of possibility of industrial finance⁷⁸ ». Cette mutation n'est donc pas sans conséquence pour la relation d'entreprise au sein de laquelle l'investissement et la production dépendent de la dynamique et des exigences de la valorisation du capital financier, comme nous en avons vu plusieurs exemples dans la revue de la littérature. Pineault souligne aussi la dimension culturelle de la relation entre les circulations industrielle et financière dans le cadre de l'accumulation financiarisée.

Another important aspect of this dynamic is the communicative infrastructure developed by financial actors to observe, evaluate and orient enterprise in function of the liquidity and valorisation requirements of financial capital. Whether it be quarterly conference calls, analyst reports or financial journalism these cultural practices developed by large investment banks all act as performative mechanisms that orient and monitor industrial activity⁷⁹.

La figure 1.7 schématise l'idéaltype de l'accumulation financiarisée. Dans ce schéma, les flèches pointant vers *C*, *W*, et *E* renvoient à la capacité du capital financier de réguler les moments structurels de la circulation industrielle et d'effectuer la médiation de son unité selon sa logique propre⁸⁰. « More importantly each act of mediation is, from a financial circulation perspective, a process of financial valorisation. Put another way, the unity of industrial circulation comes to depend on the unity and processes of financial circulation⁸¹ ». La liaison de *S* et de *P* par les fonds indique que les lieux de valorisation du capital financier et de structuration de la circulation industrielle sont alimentés par l'épargne financiarisée, tandis que la flèche de *L* à *P* renvoie à la contribution de la banque d'investissement à la création de titres et au maintien de leur liquidité.

Dans le cadre théorique proposé par Éric Pineault et guidant les recherches du CAFCA, la financiarisation se définit comme un processus social par lequel les actifs, les institutions et les rapports financiers deviennent des caractéristiques centrales d'un nouveau régime

⁷⁸ PINEAULT 2008, p. 23.

⁷⁹ PINEAULT 2008, p. 24.

⁸⁰ Comme nous l'avons vu dans la revue de la littérature, les impacts des investisseurs institutionnels sur *C*, *W* et *E* sont relativement bien documentés. Dans le cadre de notre mémoire nous nous attardons plus spécifiquement aux modalités de captation et d'organisation de *S* dans le cadre de la financiarisation.

⁸¹ PINEAULT 2008, p. 26.

d'accumulation dans les économies capitalistes avancées. Les théorisations du régime d'accumulation fordiste ou du capitalisme managérial nous montrent que ces différents moments de la circulation industrielle possédaient une unité et une cohérence tout en étant relativement isolés du capital financier. La financiarisation viendrait rompre cette cohérence en s'interposant à chacun de ces moments en utilisant des leviers juridiques, économiques et communicationnels pour imposer sa logique d'accumulation. Chacun des rapports structurant la circulation industrielle – rapport d'entreprise, rapport salarial, norme de consommation et d'épargne – serait désormais déterminé par l'accumulation financière, et ce, à partir des marchés financiers alimentés par l'épargne des ménages mobilisée par les fonds. La présentation du régime financiarisé nous indique la pertinence d'une étude plus détaillée de l'organisation de l'épargne mise en forme par les fonds qui jouent un rôle moteur dans la financiarisation⁸².

⁸² Nous partageons d'ailleurs cet intérêt pour les ménages dans les dynamiques macros avec les régulationnistes et les *social accountants* qui, comme l'affirment Julie Froud, Sukhdev Johal et Karel Williams du *Center for Research on Socio-Cultural Change* de Manchester : « [...] are both, in different ways, concerned with a macro mechanics of circuits, flows and sectors with issues of linkage, leverage and magnitude. Both groups use financialisation to denote the consequences of widespread share ownership in a frame where macro flows and monetary forms are crucial. The power of this approach comes from the way in which it extends what is visible in two ways. First, both groups identify the household as a key institution in a financialised economy, where savings and investment circuits divert middle class long term savings and expectations for retirement onto the stock market and where the household buffers the consequences for individuals who have not made the necessary savings. Second, the regulationists raise questions about growth regimes and macro economic trajectory, which highlight new problems about asset price bubbles and the importance of monetary policy in a post-Keynesian world ». FROUD, JOHAL et WILLIAMS 2002, p. 125.

CHAPITRE II

L'HISTOIRE DES FONDS MUTUELS CANADIENS

Jusqu'ici, nous avons situé les fonds mutuels comme objet de recherche dans le cadre d'un débat théorique concernant le sens de l'élargissement démographique de la participation aux marchés financiers par le biais de la détention de parts de fonds. Nous avons ensuite constaté le rôle que jouent les fonds mutuels dans le régime d'accumulation financiarisée en articulant un nouveau circuit par la métamorphose de l'épargne en capital financier. Dans ce chapitre, nous nous attardons à l'émergence des fonds mutuels canadiens, puis à la trajectoire les plaçant au cœur du régime d'accumulation financiarisée. Ce chapitre est aussi l'occasion de poser certains éléments empiriques qui nous permettent, dans les chapitres suivants, d'évaluer le caractère de masse leur étant attribuable. Pour remplir ces deux objectifs, nous présentons ici une typologie historique des fonds mutuels canadiens s'articulant en trois moments : la genèse (fin du XIX^e siècle-1950), la consolidation (1950-1975) et l'explosion (1975-2005). Pour chacune de ces périodes, nous traçons un portrait quantitatif des fonds, présentons leurs principales caractéristiques formelles, institutionnelles et organisationnelles et les situons brièvement dans leur contexte d'économie politique. Cet exercice est limité par l'opacité des fonds mutuels ainsi que par le peu de littérature et de données disponibles pour les deux premières périodes couvertes. La position d'interface qu'occupent les fonds – entre les ménages, les entreprises et autres émetteurs de titres et les marchés financiers – fait également en sorte que cette histoire est incomplète. Nous ne pouvons pas couvrir dans le cadre de ce chapitre l'évolution de ces trois sphères distinctes sur plus d'un siècle¹. Soulignons aussi que nous portons moins d'attention pour la dernière période couverte, car plusieurs de ses aspects ont été approfondis dans la revue de la littérature et d'autres le seront dans les chapitres suivants.

¹ L'économiste Hyman Minsky a proposé quatre modèles structurels des rapports entre les entreprises, les ménages et la finance coexistant dans les économies capitalistes avancées, mais pouvant aussi être conçus comme des stades dans le développement historique de la finance. Nous nous sommes inspirés – en plus du régime d'accumulation financiarisée présenté dans le chapitre I – de trois de ces stades pour guider notre recherche et découper nos périodes dans l'histoire des fonds. Ces modèles sont présentés de manière synthétique dans MINSKY 1993.

2.1 L'émergence des fonds mutuels (fin XIX^e siècle-1950)

Les fonds mutuels apparaissent dans la décennie 1930 comme forme particulière de compagnie d'investissement ayant été ajustée pour tenir compte des leçons du krach de 1929 et regagner la confiance des investisseurs désormais méfiants envers ce type d'intermédiaire. Pour rendre compte de leur émergence, nous devons d'abord nous attarder aux compagnies d'investissement et plus précisément aux *investment trusts* britanniques et aux *investment companies* américaines desquels ils découlent. Il convient auparavant de clarifier la terminologie utilisée dans cette section. Les compagnies d'investissement – qui incluent des fiducies et des sociétés – sont divisées en deux grandes catégories qui renvoient aux caractéristiques des titres qu'elles émettent. Les fonds fermés (*closed-end funds*) sont des fonds à capital fixe qui émettent un nombre déterminé de parts sans engagement de rachat. Si leurs détenteurs veulent s'en défaire, ils doivent trouver preneurs sur les marchés secondaires. Leurs prix ne sont alors pas nécessairement reliés à la valeur boursière du fonds qu'ils représentent. Les fonds ouverts (*open-end funds*) sont des fonds à capital variable qui émettent des parts de façon continue et s'engagent à les racheter à tout moment à leurs valeurs liquidatives qui sont déterminées par les valeurs boursières des fonds. Les fonds mutuels sont des fonds ouverts qui gagnent en popularité suite à l'opprobre entourant les fonds fermés durant la dépression des années 1930.

2.1.1 Les *investment trusts* britanniques

Le *Foreign and Colonial Government Trust*, créé à Londres en 1868, semble être le premier *investment trust* à voir le jour². Le *Times* du 20 mars de cette année rapporte, comme pourrait

² Les historiens de la finance affirment que les origines des fonds d'investissement sont incertaines et mentionnent plusieurs prédécesseurs aux fonds mutuels. La Société Générale des Pays-Bas pour favoriser l'industrie nationale, créée par le roi Guillaume I en 1822 et qui devient plus tard la Société Générale de Belgique, est fréquemment citée comme premier fonds fermé. C'est aussi le cas l'*International Financial Society of London* de 1863. Ces structures financières acquièrent, des années après leur fondation, des caractéristiques qui les rapprochent des fonds d'investissement modernes. Cependant, elles sont généralement aussi impliquées dans des activités de financement ou agissent comme des banques, ce qui les distingue des fonds d'investissement tels que nous les connaissons aujourd'hui. K. Geert Rouwenhorst, professeur à la *Yale School of Management*, identifie quant à lui un précurseur qui s'apparente d'emblée à un fonds fermé. Il s'agit du *Eendragt Maakt Magt* (l'Union fait la force)

d'ailleurs le faire une publicité d'un fonds mutuel contemporain, que ce *trust* vise à offrir aux investisseurs aux moyens financiers modérés : « [...] the same advantages as the large capitalist, in diminishing the risk of investing in Foreign and Colonial Government Stocks, by spreading the investment over a number of different stock³ ».

Consistent with its original aspiration of enabling investors of "moderate means" to invest in exotic corners of the globe and access opportunities hitherto only available to the very wealthy, the early shareholder registers of the Foreign & Colonial Investment Trust include Victorian investors who described their professions as a Slater, Warehouseman, a Flax Spinner – as well as the odd aristocrat. A revolution in widening public access to the capital markets had begun⁴.

Comme son nom le suggère, le *Foreign and Colonial Government Trust* investit en obligations de gouvernements étrangers. Il est constitué de 18 types d'obligations achetées à la bourse de Londres parmi lesquelles nous retrouvons celles d'Argentine, du Brésil, de l'Égypte, de la Nouvelle-Écosse et de la Turquie. Dès leur naissance, les *investment trusts* présentent donc des stratégies d'investissement globales. Les titres sélectionnés lors de sa création sont déposés dans une banque et des certificats représentant des parts du fonds et comprenant des coupons d'intérêt semi-annuels sont vendus au public. Il s'agit donc d'un fonds fermé et, plus précisément, d'un *fixed trust*, c'est-à-dire que le *trust* ne fait pas l'objet d'une gestion active. En effet, le pourcentage du portefeuille occupé par chaque titre est préalablement fixé et n'est pas appelé à être modifié sauf circonstances spéciales. Dans ce cas, les changements doivent être autorisés par les fiduciaires (*trustees*) et par un comité de détenteurs de parts (*certificateholders*). La plupart de ses fiduciaires sont, comme pour tous les premiers fonds similaires, des individus influents issus du monde politique et économique. Nous retrouvons notamment l'ancien chancelier Lord Westbury à la tête du *Foreign and Colonial Government*⁵.

créé en Hollande en 1774 par le marchand Adriaan van Ketwich. Il s'agit d'un type de fiducie offrant une diversification et une diffusion risque à des investisseurs au capital limité. Il est créé suite à une crise financière (1772-1773) et investit uniquement en obligations étrangères. GEERT ROUWENHORST s. d.

³ *The Times*, cité dans BULLOCK 1959, p. 2.

⁴ ANONYME 2008a, s. p.

⁵ Il est particulièrement intéressant de suivre l'évolution ultérieure de ce fonds toujours en opération, car elle incarne la trajectoire globale de la finance et des fonds d'investissement. Dans les décennies suivant sa création, le fonds maintient sa vocation internationale et s'ouvre à de nouveaux territoires comme la Chine, l'Afrique du Sud

Entre la création de ce fonds en 1868 et 1875, 18 *trusts* similaires sont créés, certains se spécialisant dans des classes de titres comme le *Municipal Trust* et le *Submarine Cables Trust*. Le gestionnaire de fonds et historien des compagnies d'investissement Hugh Bullock identifie deux facteurs – législatif et boursier – ayant favorisé la création de ces véhicules financiers. Tout d'abord, l'adoption des *Joint Stock Companies Acts* de 1862 et 1867 a rendu les *investment trusts* possibles en permettant pour la première fois que des actionnaires se partagent les profits d'une entreprise et que leurs responsabilités soient limitées au capital individuellement investi. Ces lois incluent d'ailleurs spécifiquement les compagnies possédant et échangeant des titres en bourses. Elles sont votées dans un contexte où les titres représentant la dette consolidée d'Angleterre (*consols*) offrent des rendements d'environ 3%. À titre de comparaison, le *Foreign and Colonial Government Trust* affichait des retours de 8% dès sa création. « The financial writers of that period welcomed the creation of a vehicle whereby a man of with either large or small sums to invest could avoid the risk inherent in a single security by purchasing certificates of a trust which would itself purchase a selected list of securities offering greater safety through diversification than an individual security and more generous returns than were available from British government bonds⁶ ».

Parmi les *investment trusts* créés dans les années 1870, nous retrouvons le premier des *trusts* écossais qui auront une influence notable sur le développement des compagnies d'investissement en Amérique du Nord. Lors d'un voyage d'affaire aux États-Unis, Robert Fleming, qui est considéré comme le père de l'industrie des compagnies d'investissement, constate les possibilités d'affaires dans le pays qui se relève alors de la Guerre Civile. De

et Hong Kong. Il acquiert ses premières obligations non gouvernementales – issues de deux brasseries américaines – en 1891. En 1925, il se lance dans les actions avec une compagnie pétrolière. Il fait son premier investissement comme *private equity* en 1943. Il offre en 1984 le premier plan d'épargne régulier qui permet aux épargnants d'y investir sans intermédiaire. Il compte aujourd'hui 107 000 actionnaires dont 20 000 enfants. Il affichait en 2007 de retours net de 15,4 % contre un indice de 7,9 %. En mars 2008, son gestionnaire Jeremy Tighe traçait ainsi le bilan et les perspectives du fonds : « Over 140-years Foreign & Colonial has seen bull markets, bear markets, two World Wars, the rise and fall of Fascism and Communism, oil crisis, hyperinflation, disinflation and a credit crunch. It has not only survived these events but has prospered for its shareholders by evolving over time, taking conviction views on investment themes and being prepared to go against the crowd in the relentless search for good long-term returns. What has remained constant throughout is our belief that what we are about is providing a core home for the long-term cash of ordinary savers, enabling them to benefit from opportunities across the global. Today, this includes providing them with some exposure to alternative asset classes such as private equity funds, listed hedge funds and non-traditional equity investment strategies ». ANONYME 2008a, s. p.

⁶ BULLOCK 1959, p. 4-5.

retour en Écosse, il fonde en 1873 le *Scottish American Trust* qui investit en obligations du gouvernement américain et en obligations hypothécaires de chemins de fer. La livre sterling est alors plus forte que le dollar et les obligations américaines assurent des retours deux fois plus élevés que les titres britanniques ou étrangers comparables. Plusieurs *trusts* similaires sont ensuite créés à Dundee et Edimbourg et contribuent à la relance de l'économie américaine en finançant des fermes et des entreprises en plus des chemins de fer. Certains fonds écossais comme le *Scottish American Investment Company* investissent aussi au Canada⁷.

Ces premiers fonds britanniques consistent généralement en une structure de capital simple, quoique certains commencent à utiliser l'effet de levier financier (*leverage*) durant la décennie 1880, c'est-à-dire qu'ils ajoutent à leurs actifs des sommes empruntées⁸. Tous ces fonds demeurent cependant des fonds fermés, et ce, jusqu'aux années 1930. Ils sont axés sur les revenus et affichent une moyenne de retour de 6 %. Les revenus des fonds sont, après le versement des dividendes et la soustraction des frais de fonctionnement, généralement mis dans des réserves pour protéger leurs participants des situations futures moins favorables. Sur le plan juridique, les premiers *investment trusts* britanniques sont de véritables *trusts* de *common law*. En 1879, ils sont déclarés illégaux parce qu'ils constituent des associations de vingt personnes ou plus visant le profit sans être enregistrés sous les *Joint Stock Companies Acts* de 1862 et 1867. Bien que la décision sera plus tard renversée, tous les *trusts* sauf le *Submarine Cables Trust* sont convertis en corporations ou liquidés. Ils sont dès lors désignés comme *investment trust companies*. Aux États-Unis, le terme *investment trust* sera utilisé jusqu'en 1940 où la *Securities Exchange Commission* (SEC) instaure l'appellation de *investment companies*⁹.

Les *investment trusts companies* connaissent ensuite trois rondes d'expansion qui sont illustrées par la figure 2.1. La première expansion s'observe à la fin de la décennie 1880, la deuxième survient juste avant la Première Guerre mondiale – on compte alors une centaine

⁷ BULLOCK 1959, p. 5-8.

⁸ NEUFELD 1972, p. 36.

⁹ BULLOCK 1959, p. 10-13.

de fonds – et la troisième se situe à la fin des années 1920 pour culminer à la veille de la Grande Dépression. Hugh Bullock explique que durant ces expansions, les *investment trusts companies* subissent quatre tests éprouvant leur modèle : la crise de Baring, les deux guerres mondiales et la dépression des années 1930. Sur la crise de Baring de 1890, où une dépression en Argentine provoque des répercussions sévères sur la banque *Messrs. Baring Bros & Co.*, puis sur l'ensemble du monde financier britannique, il affirme :

Trust under conservative management which had accumulated substantial reserves successfully weathered the storm and continued their dividends, but the effect upon those less conservative, especially those which had been recently formed and accumulated their holdings at the high prices of the late 1880s, was disastrous. And so it is always apt to be. Markets boil. Speculation is rife. Latecomers rush to create popular vehicles which the public buys – to their sorrow, when the inevitable aftermath occurs¹⁰.

La situation sera similaire lors des autres crises que traversent les premiers fonds d'investissement. Même durant la Première guerre mondiale, où la bourse de Londres ferme pour plusieurs mois et plusieurs fonds sont liquidés, certains fonds survivent et parviennent à maintenir leurs dividendes intacts et même, dans certains cas, à les augmenter. Après la guerre, le concept éprouvé de la liste de titres diversifiés supervisée par des gestionnaires professionnels est importé dans le système financier des États-Unis alors en plein développement.

2.1.2 Les premiers fonds américains

Il est difficile d'identifier les premières compagnies d'investissement américaines, car plusieurs véhicules financiers, comme les compagnies d'assurance de la fin du XIX^e siècle, présentent certaines de leurs caractéristiques sans toutefois se consacrer exclusivement à la fonction de compagnie d'investissement. C'est aussi le cas des *holdings* qui possèdent une structure similaire à celle des compagnies d'investissement, mais qui s'en distinguent en

¹⁰ BULLOCK 1959, p. 10.

visant le contrôle des corporations dont ils détiennent les titres¹¹. Un précurseur plus direct identifié par les historiens est le *Boston Property Trust* créé en 1893. Cependant, selon Bullock : « [...] whether the original trustees consciously formed an investment company or were merely placing some family holdings in a type of legal vehicle that had been previously created in Massachusetts to avoid restrictions on the holding of real estate by corporation is open to question¹² ». Quoiqu'il en soit, ce fonds se transformera plus tard en véritable fonds fermé géré par de célèbres *trustees* bostoniens sur lesquels nous reviendrons au chapitre IV. En 1921, une véritable compagnie d'investissement, l'*American International Corporation*, est créée à New York. Son parcours sera exemplaire des compagnies d'investissement de l'époque : croissance rapide, voire phénoménale entre 1927 et 1929, puis effondrement et banqueroute¹³. Toujours en 1921, d'autres compagnies déjà formées se transforment en fonds fermés. C'est cependant à Boston que le mouvement se consolide avec la création en 1924 et 1925 de trois compagnies d'investissement parmi lesquels nous retrouvons le *Massachusetts Investors Trust*. *Trust de common law*, il s'agit d'un fonds ouvert qui présente les principales caractéristiques de ce qui deviendra plus tard les fonds mutuels : les parts sont rachetables par le fonds et la composition du portefeuille est publiée et restreinte par des politiques d'investissement. S'ensuit une vague de création de fonds à partir de Boston et de Denver où est installé Calvin Bullock, pionnier de l'industrie qui aura une influence sur le développement des fonds tant aux États-Unis qu'au Canada¹⁴.

Des centaines de compagnies d'investissement sont mises sur pied durant les années 1920, la plupart étant des fonds fermés et utilisant l'effet de levier financier. Elles fleurissent dans un contexte d'après-guerre où les États-Unis sont devenus la première nation industrielle et la première nation créditrice et où : « [...] several million investors who had not heretofore known the difference between a stock and a bond had become familiar with securities through the extensive war-time Liberty Bond drives¹⁵ ». Des commentateurs de l'époque annoncent une nouvelle ère où les prix des actions seront continuellement élevés et des

¹¹ NEUFELD 1972, p. 356-357.

¹² BULLOCK 1959, p. 15.

¹³ NEUFELD 1972, p. 357.

¹⁴ Il s'agit aussi de père de Hugh Bullock dont nous citons l'ouvrage.

¹⁵ BULLOCK 1959, p. 25.

économistes comme Edgar Lawrence Smith – qui est également impliqué dans la direction d'un fonds new-yorkais – valorisent les portefeuilles d'actions au détriment des obligations¹⁶. Dans ce contexte, les fonds américains sont amenés à détenir considérablement plus d'actions ordinaires que les fonds britanniques.

Le mouvement s'accélère entre 1927 et 1929 où des centaines de fonds fermés sont formés. Plusieurs de ces compagnies sont difficiles à distinguer des *holdings* et plusieurs sont des *ventures* s'accapant le nom, désormais populaire et synonyme de prospérité, d'*investment trust* sans en être véritablement.

Those were the speakeasy days, the easy money days, the Chicago gangster days, the days of the dapper Mayor Jimmy Walker of New York. People could buy stocks by putting up 25 percent margin or usually considerably less; the federal income tax on corporations was only 11 percent; the highest rate on personal incomes was 24 percent; the federal budget was \$4 billion; the total federal debt was \$18 billion. They were the days of laissez faire, the less government the better, Coolidge prosperity¹⁷.

La vague de création de nouveaux fonds atteint aussi des plus petites villes. Des fonds sont créés par une multitude d'intervenants du monde économique (banquiers, courtiers, industriels) qui ne possèdent pas nécessairement les compétences ou les infrastructures requises pour les gérer. Bien qu'ils s'accaparent le nom de *trust*, la plupart de ces entités auraient en fait été des corporations détenant plus d'actions que d'obligations, se confinant à des investissements domestiques, comportant une grande flexibilité de gestion et étant soutenues par des structures de capital complexes¹⁸.

La suite de l'histoire est mieux connue. Les cours de la bourse atteignent leur apogée en septembre 1929 et montrent ensuite des signes de déclin. La panique frappe le 24 octobre, 13 millions de titres changent de main. Le lundi 28 octobre, l'indice industriel du Dow-Jones

¹⁶ LAWRENCE SMITH 2003 (1924). Smith affirme qu'un portefeuille d'actions ordinaires performe mieux qu'un portefeuille d'obligations, et ce, que le dollar soit en hausse ou en baisse.

¹⁷ BULLOCK 1959, p. 26.

¹⁸ BULLOCK 1959, p. 29.

chute de 13 %, puis, le mardi suivant, 16 millions de titres sont échangés et l'indice s'écroule d'un 12% supplémentaire : une valeur de 30 milliards de dollars est perdue en une semaine.

Les portefeuilles des compagnies d'investissement reflètent automatiquement la dépréciation des actions dont ils sont majoritairement composés¹⁹. La diffusion du risque par laquelle ils se justifient ne peut évidemment pas prévaloir lorsque l'ensemble du monde économique est en crise. On observe cependant que les fonds utilisant l'effet de levier financier se retrouvent dans une pire situation que celle des fonds à structure de capital simple. On découvre alors que l'effet de levier peut, en cas de crise, fonctionner négativement. Comme le rapportera plus tard la SEC : « [...] by the end of 1937, the average dollar which had been invested in July 1929 in the index of leverage investment company common stocks was worth 5 ¢, while the non-leverage dollar was worth 48 ¢²⁰ ». L'enquête de la SEC révélera également que sur les 7 milliards de dollars que représentaient les compagnies d'investissement en 1929, la vaste majorité était à peu près également divisée entre d'authentiques fonds fermés et des *holdings* aux structures de capital multiples, tandis que 140 millions se trouvaient dans des fonds ouverts et 163 millions dans des *fixed trusts*. L'enquête mettra également en lumière la gestion spéculatrice de ces fonds durant les années précédant la crise, et les usages non orthodoxes ou frauduleux des fonds orchestrés par leurs promoteurs ou gestionnaires contre l'intérêt de leurs bénéficiaires.

Investment Companies employed their publicly contributed funds in a wide variety of ways: participation in underwritings of securities; trading in securities and commodities; dealing in puts and calls, foreign exchange, bankers' acceptances and commercial paper, and oil and gas royalties; granting of options on securities issued by others; dealing in real estate; reorganization of industrial companies, and rendering investment advisory service²¹.

Dans les années suivant le krach, les fonds fermés sont honnis et délaissés, tant par les investisseurs dont la confiance est ébranlée que par les promoteurs qui, dans le nouveau

¹⁹ Selon une enquête de la SEC de 1936, les portefeuilles des compagnies d'investissement, *holdings* inclus, étaient composés de 88 % d'actions ordinaires, de 6 % d'actions privilégiées et de 6 % d'obligations. BULLOCK 1959, p. 46.

²⁰ SEC 1939, p. 276.

²¹ SEC 1939, p. 2501.

contexte boursier, n'y voient plus d'intérêt. Plus généralement, les pratiques du levier financier, de la gestion active et des portefeuilles secrets sont remises en question dans ce qui survit de l'industrie des compagnies d'investissement. Les activités de ces sociétés sur des marchés non réglementés sont également remises en cause dans la sphère politique. C'est l'époque de la création de la SEC, de l'adoption du *Securities Act* de 1933 et du *Securities Exchange* de 1934, complétés plus tard par l'*Investment Companies Act* de 1940 dont les lignes directrices encadrent toujours les sociétés d'investissement.

Ce contexte favorise l'émergence des fonds mutuels au début des années 1930, leur consolidation durant la décennie, puis leur domination du champ des compagnies d'investissement lors de la reprise économique des années 1940. Comme nous l'avons souligné, les fonds ouverts existaient déjà dans les années 1920, mais on en comptait, en 1929, seulement une vingtaine face aux centaines de fonds fermés. Ce n'est qu'à partir de 1932 qu'ils sont créés en nombre significatif.

La montée des fonds mutuels prend place après une période de transition suivant le krach où plusieurs *fixed trusts* – sans gestion active et avec une liste publique de titres fixes – sont créés et sont les seuls à regagner la confiance des investisseurs. C'est par les fonds mutuels que le principe de la gestion active est légitimé à nouveau avec l'émergence de la figure du gestionnaire de fonds professionnels qui se consacre à cette fin en soi, et ce, selon de constantes analyses de données sur l'ensemble de l'économie et sur les facteurs affectant les titres détenus. Les fonds ouverts qui prédominent alors évitent l'emprunt d'actifs, la vente à court, l'achat sur marge et la spéculation. Ils optent pour une gestion active, mais conservatrice, et se concentrent sur les revenus d'intérêts sans redistribuer les profits issus de l'échange de titres. Ils émettent continuellement un seul type de part qu'ils s'engagent à racheter à tout moment à leur valeur boursière. Ces fonds sont d'abord appelés *Boston-type trust* en raison de leur lieux d'émergence. L'appellation de fonds mutuels apparaît en 1936 dans le *Revenue Act* et se généralise en 1940 lorsque la SEC officialise la distinction entre les fonds fermés et les fonds ouverts et qualifie ces derniers de fonds mutuels²².

²² BULLOCK 1959, p. 73.

La figure 2.2 illustre la croissance que connaissent ces fonds par rapport aux fonds fermés dans les années suivant l'instauration de l'inscription obligatoire sous l'*Investment Companies Act* de 1940. Leur croissance reflète – en plus du boom économique d'après-guerre et l'arrivée d'une nouvelle génération d'investisseurs initiés à la finance avec les obligations de guerre – la mise en place d'importants réseaux de distribution et d'une publicité agressive dans tous les médias (radio, journaux, cinéma, sollicitation téléphonique)²³.

2.1.3 Les premières compagnies d'investissement canadiennes

L'histoire des premières compagnies d'investissement canadiennes est similaire, quoique à moindre échelle, à celle que nous avons observée aux États-Unis. La formation de fonds fermés calqués sur le modèle britannique prend de l'ampleur durant la décennie 1920, atteint son apogée entre 1927 et 1929, puis est brusquement freinée par la crise de 1929 et la dépression qui s'ensuit. Les *fixed trusts* prennent brièvement la relève, mais ce sont les fonds mutuels, apparus en 1932 et marqués par une forte croissance en terme d'actifs sous gestion et de nombre de fonds, qui finissent par dominer la scène durant les années 1950.

À la fin du XIX^e siècle, le système financier canadien voit la formation de plusieurs sociétés de fiducie et de prêt. L'historien de la finance canadienne E. P. Neufeld rapporte qu'il ne leur est pas formellement interdit de détenir des titres, mais que la législation les encadrant est biaisée pour les confiner aux prêts hypothécaires et autres activités fiduciaires²⁴. Ce n'est que lorsque cet obstacle législatif est levé que les fonds fermés peuvent librement opérer. Le premier de ces fonds est ainsi créé en 1901 par une loi spéciale du Parlement canadien qui statue que le *Debenture and Securities Corporation of Canada* de Toronto est autorisé : « [...] to lend money on, or purchase, sell and deal in stocks, bonds, debentures and obligations of municipal and other corporation secured by mortgage or otherwise; or

²³ L'essor des fonds mutuels américains est aussi favorisé par leur usage croissant par les fiduciaires de différentes institutions, comme le fonds de pension, qui, suite à des modifications de leur devoir légal de prudence, disposent d'une plus grande liberté de placements financiers. Nous y reviendrons dans le chapitre IV.

²⁴ NEUFELD 1972, p. 358.

Dominion, provincial, British, foreign and other public securities²⁵ ». Les mêmes pouvoirs sont par la suite attribués à d'autres compagnies. Nous détenons peu de données sur ces entités dont la plupart ont une courte durée de vie et parmi lesquelles il est difficile de discerner les compagnies d'investissement des *holdings* – alors principalement actifs dans le secteur de l'électricité – d'autant plus que ces derniers ne contrôlent pas nécessairement toutes les entreprises dont ils détiennent les titres.

Ce n'est que dans les années 1920 qu'une véritable tendance de formation de fonds fermés s'observe. Ces fonds sont alors essentiellement structurés par trois maisons de courtage : la *Wood, Gundy & Co., Ltd.* basée à Toronto, mais dont les fonds sont opérés à Montréal, la *Nesbitt, Thomson & Co., Ltd.*, également installée à Montréal et le *Meighen Group* établi à Toronto et dirigé par le très honorable Arthur Meighen, Premier ministre canadien de 1920 à 1921, puis de 1925 à 1926.

Sur les 50 compagnies d'investissement ainsi formées entre 1920 et 1929, 44 le sont entre 1927 et 1929²⁶. Toutes ces compagnies d'investissement sont des fonds fermés, la plupart utilisent fortement l'effet de levier financier et ne publient pas la composition de leurs portefeuilles. Quelques-uns de ces fonds sont clairement identifiables en tant que *holdings* comme *Power Corporation of Canada Ltd.* fondée en 1925 par la *Nesbitt, Thomson*. Les actifs gérés par ces fonds atteignent une valeur de 250 millions de dollars en 1929²⁷. Le secteur des sociétés d'investissement demeure fortement concentré, si bien qu'en 1929, les actifs de ces trois groupes représentent 75 % des actifs totaux gérés par cette industrie²⁸.

²⁵ NEUFELD 1972, p. 358.

²⁶ NEUFELD 1972, p. 360.

²⁷ BULLOCK 1959, p. 123.

²⁸ BULLOCK 1959, p. 118. L'industrie des fonds mutuels canadiens est aujourd'hui encore fortement concentrée. Par ailleurs, *Power Corporation* détient présentement *IGM Financial Inc.*, une société qui regroupe *Investors Group*, *Mackenzie Financial Corp.* et *Consel Wealth Management* et qui est le deuxième gestionnaire de fonds mutuels canadiens. Les actifs gérés par *IGM Financial Inc.* combinés à ceux gérés par la Banque Royale du Canada, actuellement le premier gestionnaires de fonds mutuels canadiens, représentent 30 % du total des actifs gérés par cette industrie. IFIC 2008.

Comme c'est le cas aux États-Unis, ces fonds fermés sont décimés par la crise financière et deviennent rapidement impopulaires tant auprès des investisseurs que des promoteurs. Nous observons une période de transition durant laquelle des *fixed trust* sont mis sur pied. Il est cependant à souligner que les plus importantes compagnies d'investissement canadiennes traversent la crise en opérant des réorganisations et des changements de nom. Les décennies suivantes appartiendront cependant aux fonds mutuels.

2.1.4 Les premiers fonds mutuels canadiens

Le premier fonds mutuel dont les parts sont offertes aux investisseurs canadiens est le *Canadian Investment Fund, Ltd.*, incorporé au fédéral en 1932 sous la Loi sur les compagnies. Son promoteur est le pionnier des compagnies d'investissement américaines Calvin Bullock. En plein cœur de la dépression, il fait le pari que le Canada se redressera plus rapidement que les États-Unis. Un article du magazine *Time* rapporte le raisonnement ayant mené à sa fondation :

Like many another thoughtful banker, Calvin Bullock believes that Canada will recover from Depression more rapidly than the U. S. Just as Canada boomed less boisterously than the U. S. before 1929, so has it slumped less dolorously since. Banker Bullock also believes that Canada is in a stage of industrial development comparable to the U. S. before the turn of the century, when investment opportunities were lushest²⁹.

Ce premier fonds mutuel, dont les parts sont aussi offertes aux Américains, investit principalement dans l'industrie canadienne, mais accueille aussi dans son portefeuille des titres d'entreprises américaines faisant affaire de manière significative au Canada comme *General Motors* et *Eastman Kodak*. Les membres du conseil d'administration de ce fonds proviennent de l'élite politique et économique canadienne. Son premier président est le très honorable Sir Robert Laird Borden, Premier ministre canadien de 1911 à 1920. Fait singulier, Louis-Alexandre Taschereau, alors en fonction comme Premier ministre du Québec, siège

²⁹ ANONYME 1932, n. p.

aussi sur le conseil d'administration du fonds. S'y retrouvent également Sir Edward Beatty, président du Canadien Pacifique, Sir Charles Gordon, président de la Banque de Montréal et administrateur d'environ 25 corporations, l'honorable Charles A. Dunning, ancien ministre des finances, le sénateur et ancien membre du cabinet, C.C. Ballantyne ainsi que d'autres éminents représentants du secteur industriel canadien³⁰.

Suite à la création du fonds de Bullock, qui dominera la scène pendant un quart de siècle, deux fonds fermés déjà existants se transforment en fonds ouverts. Il s'agit de la *Corporate Investors Ltd.*, établit depuis 1931 et adoptant sa nouvelle forme en 1938, et de la *Commonwealth International Corporation*, créé en 1932 et opérant comme fonds mutuel à partir de 1934³¹. La formation de fonds mutuels et leur croissance en termes d'actif sont cependant relativement faibles dans les années qui suivent la mise sur pied de ces trois premiers fonds. « The first half of the 1940s comprised the grim war years, and those of the Canadian investment fraternity who were not in uniform were for the most part busy on War Loan issues³² ». En 1946, on compte 8 fonds mutuels en activité au Canada. Leur véritable phase d'expansion et de croissance ne débutera qu'en 1949.

2.2 La consolidation (1950-1975)

Cette deuxième période que nous avons découpée dans l'histoire des fonds mutuels canadiens est marquée par la mise en place de la plupart des éléments institutionnels et organisationnels qui caractérisent toujours ces intermédiaires financiers. Cette période s'ouvre aussi avec la première forte hausse de la croissance des fonds. Bien que celle-ci apparaisse considérable aux yeux des commentateurs de l'époque, nous verrons qu'elle est marginale si on la compare à l'explosion des actifs que nous observerons dans la période suivante.

³⁰ BULLOCK 1959, p. 125.

³¹ NEUFELD 1972, p. 359-360.

³² BULLOCK 1959, p. 125.

2.2.1 La croissance, la structure de l'industrie et la composition des portefeuilles

La croissance des fonds mutuels canadiens s'intensifie à partir de 1949 – certains fonds croissent de 75 % en une seule année – pour excéder celle des fonds fermés et de tous les autres intermédiaires financiers³³. Comme l'illustrent le tableau 2.1 et la figure 2.3, les actifs des fonds mutuels surpassent ceux des fonds fermés en 1955 et représentent, en 1969, des actifs d'une valeur de 3 242 millions de dollars qui est trois fois plus élevée que celle des fonds fermés (*holdings* et compagnie de développement inclus). Cette croissance s'observe autant en termes d'actifs sous gestion – 21 % de croissance en dollars constants entre 1950 et 1968 – qu'en nombre de fonds. Alors qu'on comptait 8 fonds en 1946, on en dénombre 15 en 1950, 65 en 1960 et 149 en 1970³⁴.

L'industrie des fonds mutuels canadiens demeure fortement concentrée durant cette période de croissance. En 1957, la plus grande société de fonds mutuels, *Investors Group*, représente à elle seule 42 % des actifs totaux de l'industrie. La même année, les huit plus grandes sociétés gèrent 95% des actifs totaux. La concentration est réduite tout au long de la décennie suivante si bien qu'en 1969, *Investors Group* domine toujours l'industrie, mais représente désormais 31 % des actifs totaux tandis que les huit premiers gèrent 79 % des actifs totaux³⁵. Soulignons que ce degré de concentration demeure relativement stable jusqu'en 2005 où les dix plus grands gestionnaires de fonds mutuels représentent 77 % de l'industrie³⁶. La concentration géographique des fonds est également modifiée durant cette période. La décennie 1950 est celle de la montée de Toronto qui surpasse Montréal comme ville où le plus d'actifs sont gérés³⁷.

La diffusion des actifs observée au cours de cette période est due à la hausse de la compétition au sein de l'industrie. Attirés par la forte croissance et les perspectives de profit,

³³ RODGERS 1950, p. 14.

³⁴ NEUFELD 1972, p. 368.

³⁵ NEUFELD 1972, p. 376.

³⁶ IFIC 2005.

³⁷ En 1959, les actifs des fonds mutuels installés à Toronto représentent une valeur de 616 millions de dollars tandis que ceux de Montréal totalisent 468 millions de dollars et ceux de Winnipeg se chiffrent à 185 millions de dollars. BULLOCK 1959, p. 129.

de nouveaux intervenants parrainent des fonds mutuels et en modifient considérablement l'offre. C'est notamment le cas des sociétés de fiducie qui forment des fonds mutuels à partir 1959. En 1970, ces fonds représentent des actifs de 164 millions de dollars. Ces sociétés mettent également sur pied des fonds d'investissement et des fonds de pension enregistrés pour individus ou groupes qui totalisent 570 millions de dollars en 1969. Les sociétés de fiducie sont suivies en 1961 par les compagnies d'assurance-vie qui, suite à des changements législatifs, sont désormais autorisées à organiser des fonds distincts entièrement ou partiellement composés d'actions. En 1969, ces fonds distincts représentent 177 millions de dollars. Au milieu des années 1960, quelques banques entrent dans la partie et offre des fonds mutuels à leurs clients³⁸.

Cette période d'intensification de la compétition est également marquée par la diversification des types des fonds offerts aux investisseurs. Des fonds spéculatifs, des fonds d'obligations, de fonds de placements hypothécaires et autres fonds spécialisés viennent ainsi s'ajouter aux fonds diversifiés et balancés des premières années. Les fonds non détenus par des résidents canadiens viennent également gonfler les actifs des fonds mutuels durant la décennie 1950. En 1957, ils sont presque aussi importants en termes d'actifs que les fonds mutuels canadiens. Ces fonds visent essentiellement les investisseurs américains cherchant à tirer profit des avantages fiscaux canadiens et des modifications de l'impôt aux États-Unis permettant que le revenu tiré de ces fonds ne soit pas imposé. Ces fonds ne versent donc pas de dividendes et s'adressent à des individus fortunés qui sont uniquement intéressés par d'éventuels gains de capitaux. Lorsque les parts de ce type de fonds sont revendues, les profits réalisés, s'il y en a, sont seulement imposés aux États-Unis à un faible taux et non pas au Canada puisqu'il n'y a pas d'impôt sur le capital avant la fin des années 1950³⁹.

En plus de la diversification des types fonds mutuels, nous observons durant cette période quatre tendances dans les placements : une augmentation de la proportion des portefeuilles placée en actions ordinaires; une diminution des placements en obligations; une diminution

³⁸ NEUFELD 1972, p. 377-378.

³⁹ Il serait intéressant de s'attarder à l'évolution de la fiscalité canadienne et à son impact sur les fonds mutuels, mais cet exercice dépasse largement le cadre de notre mémoire.

des placements en actions canadiennes et une augmentation de la détention de titres étrangers. Le tableau 2.2 chiffre ces transformations pour les années de 1963 à 1970.

2.2.2 Les facteurs de croissance

Plusieurs facteurs sont à considérer pour expliquer la forte croissance des fonds mutuels pour la période de 1950 à 1975. Les plus importants sont probablement l'industrialisation rapide du Canada au lendemain de la guerre et la forte croissance économique qui l'accompagne (augmentation des investissements à partir de l'épargne de guerre, augmentation des dépenses en biens et services et augmentation des exportations). Ceux-ci ont comme corollaire une hausse rapide, puis une stabilisation des emplois et des revenus sur un marché du travail marqué par le déclin prononcé de la proportion de la population active oeuvrant dans le secteur agricole et la montée des emplois de type col bleu. Ces derniers sont cependant rapidement rattrapés et dépassés par les cols blancs qui se comptent en nombre supérieur dès 1951⁴⁰. Bien que nous ne disposions pas de données pour le confirmer, nous pouvons supposer que les cols blancs constituent les principaux investisseurs individuels des fonds mutuels lors de cette période de consolidation. La croissance économique d'après-guerre retentit à la fin des années 1950, mais reprend au début des années 1960 qui sont caractérisées par une forte hausse de la présence des femmes sur le marché du travail et des ménages à revenus multiples plus à même d'épargner. Les années 1970 sont quant à elles marquées par l'entrée massive des *baby boomers* sur le marché du travail qui atteint son apogée au milieu de la décennie. Cette période se caractérise aussi par une montée de l'inflation et des taux de chômage sur lesquels nous reviendrons.

La croissance et les modifications de l'économie canadienne et de son marché du travail ont donc pour effet d'augmenter le nombre de salariés et d'épargnants formant la base d'investisseurs potentiels des fonds mutuels. Ces modifications se produisent cependant dans un cadre macro-économique où les politiques d'inspiration keynésiennes limitent la

⁴⁰ BÉDARD et GRIGNON 2000, p. 8. Les auteurs du document affirment, à partir de cette transformation rapide, que le Canada entre dans l'ère postindustrielle rapidement après son industrialisation.

croissance de la sphère financière, et donc celle des fonds mutuels. De plus, la hausse de la proportion de la population salariée et la hausse des salaires se situent dans un contexte de redistribution des richesses accrue et de hausse des revenus indirects par l'intermédiaire du développement du système de sécurité sociale canadien. Ainsi, la création du Régime de pensions du Canada et de la Régie des rentes du Québec en 1965, puis du supplément de revenu garanti en 1966 signifient que le gouvernement assume la responsabilité d'accorder : « [...] à partir de 65 ans, un droit de pension dont le montant serait en soi suffisant pour permettre à une personne âgée de vivre décemment⁴¹ ». Ce régime couvrant la presque totalité des travailleurs limite la nécessité de l'accumulation patrimoniale pour les ménages. Ce sera d'ailleurs, comme nous le verrons, suite à des réformes du système de sécurité social et des politiques macro-économiques de cette période que les fonds mutuels connaîtront leur plus forte croissance.

Outre les facteurs contextuels, nous identifions au sein de l'industrie des fonds mutuels des éléments pouvant expliquer cette croissance. Tout d'abord, l'arrivée dans l'industrie des sociétés de fiducie, des compagnies d'assurance-vie et des banques facilite l'achat de parts de fonds mutuels pour une catégorie d'investisseurs pouvant désormais combiner des opérations financières en un même endroit. L'essor des fonds est également attribuable à l'importante infrastructure de mise en marché déployée par les promoteurs de fonds mutuels. Celle-ci inclut le développement de réseaux de distribution, de la vente à domicile, des plans de paiements périodiques et de la publicité agressive. Les fonds mutuels empruntent ainsi le modèle de vente déjà employé avec succès par les compagnies d'assurance-vie canadiennes qui ont connu une croissance similaire à la fin du XIX^e siècle. La publicité sur les fonds mutuels met l'accent sur le fait qu'ils sont accessibles et adéquats pour tout type d'investisseur et sur le fait que leur formule unique sous supervision professionnelle offre la meilleure combinaison possible de quatre facteurs permettant d'évaluer les placements financiers : le revenu, la sécurité, la liquidité et les perspectives de profit⁴².

⁴¹ GUEST 1993, p. 210.

⁴² RODGERS 1950, p. 14-19.

Un autre facteur de la croissance des fonds mutuels est son utilisation par les fiduciaires de diverses institutions dont ceux des fonds de pension alors en plein développement. Comme le souligne Bullock : « [...] the purchasing power of the pre-war dollar had been cut in half, and, since common stocks appeared to give far greater protection against inflation than bonds, fiduciaries took a much more favorable view than formerly of investment companies whose portfolios generally were characterized by equities⁴³ ». Ce raisonnement s'applique également aux épargnants individuels qui peuvent trouver dans les fonds mutuels un refuge contre l'inflation et le dollar canadien flottant des années 1950 et du début des années 1960. Comme l'explique un gestionnaire de fonds mutuels dans un article promotionnel destiné à la communauté des affaires :

All pensioners from the pre-war have discovered to their chagrin that safety of numbers of dollars is not the only fact to be taken into consideration in the assessment of the safety of an investment. They have learned that a dollar bill is measured only by what it can buy at a given time. They have seen its buying power shrink some 40% in the past ten years. On the other hand, during this decade, holders of common stocks have not only received a return averaging better than 4,05 % a year, but also the upward trend of their dividend income has kept pace with the advance in living costs. Moreover, the market value of sound common stocks has increased during this period⁴⁴.

C'est cependant du côté législatif et fiscal que nous trouvons un des facteurs les plus décisifs dans la croissance des fonds mutuels. Il s'agit de la création des Régimes enregistrés d'épargne retraite en 1957 par des amendements à la Loi de l'impôt fédérale. Les REER offrent des allègements fiscaux sur l'épargne placée dans divers véhicules financiers, dont les fonds mutuels, par le biais de comptes enregistrés. Une partie des sommes versées dans un REER est déduite du revenu imposable. L'impôt sur le revenu est ainsi reporté jusqu'au retrait des sommes par le bénéficiaire au moment de la retraite où celui-ci profite généralement d'un taux d'imposition relativement faible. Les REER constituent ainsi le troisième pilier du système de pension canadien déjà constitué par les régimes publics universels – Régime de pensions du Canada et Régie des rentes du Québec – et par les régimes privés d'employeur. À leur création, les REER visent à offrir aux travailleurs qui ne

⁴³ BULLOCK 1959, p. 111-113.

⁴⁴ RODGERS 1950, p. 19.

sont pas couverts par des régimes privés d'employeur les avantages dont bénéficient les travailleurs couverts⁴⁵. Cependant, en 1957, les travailleurs qui ne sont pas couverts par les régimes privés, qui ont les moyens d'épargner significativement et pour qui les montants reportés à l'impôt sont considérables sont peu nombreux. Il s'agit principalement de professionnels indépendants. Les cotisations dans les REER sont donc d'abord sporadiques et marginales. Elles augmentent durant la décennie 1970 avec l'entrée en jeu des banques et des modifications qui rendent les REER plus accessibles. Les données sur ces cotisations ne sont disponibles qu'à partir de 1968. Elles indiquent que 172 00 déclarants (1 déclarant sur 50 et 1 % de la population de 15 à 70 ans) participent à un REER. En 1987, les déclarants participant à un REER se chiffreront à 3,5 millions (plus de 1 déclarant sur 5 et 19 % de la population de 17 à 70 ans). Entre 1968 et 1987, les sommes placées dans les REER seront passées de 143 millions de dollars à 9 milliards de dollars⁴⁶.

Plusieurs facteurs expliquent cette hausse des cotisations qui viennent gonfler les actifs gérés par les fonds mutuels. Parmi ceux-ci mentionnons les réformes des régimes privés et la faible hausse de la proportion de travailleurs couverts, la publicité croissante entourant les REER, l'activité accrue des femmes sur le marché du travail et la hausse périodique des plafonds de cotisation. À cet égard, nous constatons qu'entre 1971 et 1972, alors que les plafonds de cotisations sont augmentés en dollars pour la première fois, les cotisations font plus que doubler. Des augmentations moins marquées, mais tout de même significatives sont également observables lorsque les plafonds augmentent en 1976 et en 1986⁴⁷.

La théorie du cycle de vie permettrait, selon Maxime Fougère, d'expliquer les fluctuations des cotisations dans les REER depuis leur création.

⁴⁵ Les REER, qui visent à combler les lacunes du système de pension, finiront par constituer une double couverture pour près de la moitié de leurs cotisants qui participent aussi à un régime privé d'employeur. Nous pouvons donc concevoir les REER comme une forme de subvention fiscale qui profite d'abord aux plus riches et aux institutions financières tout en cautionnant une implication minimale de l'État dans les régimes de pension.

⁴⁶ FRENKEN 1990, p. 1.

⁴⁷ FRENKEN 1990, p. 3.

The life cycle theory of savings pioneered by Modigliani and Brumberg asserts that households smooth their consumption over time so as to maximize utility over their lifetime. According to the theory, the accumulation of savings for retirement is a household's most important reason for saving. Over the life cycle, a household accumulates wealth during the pre-retirement period by consuming less than its disposable income. During retirement, the household decumulates wealth to finance its consumption. These observations imply that the savings rate follows a life cycle pattern⁴⁸.

Appliquée à la démographie canadienne, la théorie du cycle de vie rend compte de la croissance de la demande pour les REER avec l'avancement en âge des *baby boomers*. Ainsi les cotisations sont modestes durant la décennie 1960. En 1970 elles représentent 0,5 % des salaires. Elles croissent durant cette décennie qui est celle de l'entrée sur le marché du travail des *baby boomers* qui ont alors entre 25 et 34 ans. Selon cette théorie, l'épargne est alors limitée par l'investissement de ce groupe d'âge dans l'immobilier. La progression rapide des REER dans le milieu des années 1980 correspond ensuite à l'entrée des *boomers* dans la tranche des 35-54. Les cotisations ralentissent ensuite et se stabilisent au milieu des années 1990 pour correspondre en 1999 à 6,4 % des salaires⁴⁹.

2.2.3 Les aspects institutionnels et organisationnels

La plupart des formes institutionnelles et organisationnelles qui caractérisent aujourd'hui l'industrie des fonds mutuels se mettent en place durant cette période de consolidation. Celle-ci est tout d'abord marquée par la diversification des formes juridiques des fonds. Aux côtés des fonds mutuels de la période précédente structurés en sociétés, apparaissent les fonds légalement constitués par des actes de fiducie. Le chapitre IV de ce mémoire est consacré aux caractéristiques et aux implications de cette forme juridique du droit de propriété. Notons pour le moment qu'elle est d'abord marginale dans l'industrie des fonds mutuels, mais qu'elle constitue aujourd'hui le fondement de la plupart des fonds. En 1968, 75 % des fonds

⁴⁸ FOUGÈRE 2002, p. 526.

⁴⁹ FOUGÈRE 2002, p. 524-526.

sont incorporés selon la législation fédérale sur les compagnies, 9 % selon les législations provinciales et 17 % sont régis par des actes constitutifs de fiducie⁵⁰.

La distribution des fonds se complexifie également durant cette période. Les parts de fonds – des actions dans le cas des fonds structurés en sociétés et des certificats dans le cas des fiducies – peuvent être achetées soit directement aux fonds, soit à des vendeurs avec qui les fonds ont des accords de distribution, soit par l'intermédiaire des courtiers, ou encore directement aux banques ou aux sociétés de fiducie sponsorisant des fonds. Ces parts peuvent généralement être achetées en bloc ou en plusieurs parties selon des plans d'investissement mensuels. Contrairement à la période précédente, les fonds mutuels sont désormais organisés par des promoteurs qui offrent pour la plupart plus d'un fonds. Ces fonds sont gérés par des sociétés de gestions qui en sont légalement distinctes, mais qui sont généralement dirigées par les mêmes personnes.

Les fonds mutuels Canadiens ne sont pas soumis à des lois spécifiques comme c'est le cas aux États-Unis, situation qui leur laisse beaucoup d'autonomie dans la gestion de l'épargne leur étant confiée. En tant qu'émetteurs de titres, ils sont cependant soumis aux commissions des valeurs mobilières des provinces où ils vendent des parts. Ces commissions doivent approuver les prospectus des fonds détaillant l'émission, la vente et les caractéristiques des parts vendues, mais n'imposent pas de restrictions sur les investissements des fonds.

La réglementation minimale encadrant les fonds mutuels attire régulièrement l'attention des organismes de réglementation des marchés, des politiciens et des épargnants, depuis l'enquête fédérale et provinciale de 1969 qui a débouché sur le *Report of the Canadian Committee on Mutual Funds and Investment Contracts*. Les nombreux et volumineux rapports produits sur le sujet mettent généralement en relief le manque de réglementation spécifique aux fonds mutuels canadiens pour ensuite discuter de la pertinence d'encadrer davantage leur gouvernance⁵¹. Les questions de l'indépendance des gestionnaires et des

⁵⁰ NEUFELD 1972, p. 360.

⁵¹ Pour un condensé de ces rapports, voir ERLICHMAN 2000, p. 21-64.

pouvoirs des bénéficiaires sont régulièrement soulevées, mais peu de modifications profondes sont apportées à leur encadrement. Dans un survol de ces rapports produit pour la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), Stephen Erlichman remarque : « Accordingly, if one subscribes to the 'if it ain't broke, don't fix it' theory, one could advocate continuing to rely upon the existing rules and existing remedies for breach of the rules. Under this scenario one would continue to rely on the fiduciary obligations of the trustees, managers, investment advisers, on the restrictions set out in the *Securities Act* (Ontario) and other securities legislation across the country⁵² ».

Ainsi les questions de l'indépendance des administrateurs de fonds et de l'éventuel droit de vote des participants furent étudiées pendant plus de 35 ans pour aboutir à la norme canadienne 81-107 qui implante en 2007 des comités d'examen indépendant (CEI) au pouvoir limité à la supervision du traitement par les gestionnaires de fonds des conflits d'intérêts, réels ou potentiels, auxquels ils sont exposés. La portée de cette norme sur l'indépendance fut par ailleurs réduite suite aux commentaires des représentants de l'industrie. La plupart des rapports préconisaient plutôt la constitution de conseils totalement indépendants des gestionnaires de fonds.

Le lobby des fonds mutuels se met par ailleurs en place en 1962 avec la création du *Canadian Mutual Funds Association*. Cette association qui deviendra plus tard le *Investment Funds Institute of Canada* (IFIC) impose des restrictions à ces membres qui représentent la presque totalité des actifs gérés par l'industrie. Parmi ces restrictions, soulignons la limite d'emprunt fixée à 10 % des actifs d'un fonds – ce qui limite l'utilisation de l'effet de levier financier – l'interdiction de la vente à court, des transactions sur marge et de l'investissement dans la société de gestion ou dans le distributeur du fonds et la limite des 10 % du portefeuille pouvant être investis sur un même titre. Cette association devient de la sorte, en plus d'un puissant lobby dont l'influence semble être notable dans la formulation des politiques touchant de près ou de loin les fonds mutuels, un organisme d'auto-réglementation commode pour les autorités des marchés financiers qui se fient à son expertise et lui délèguent des

⁵² ERLICHMAN 2000, p. 44.

responsabilités croissantes. L'auto-réglementation des fonds mutuels et la proximité de leur lobby et des organismes de réglementation sont parfois présentés comme des facteurs limitant l'encadrement des fonds mutuels de même que la protection et les pouvoirs des leurs bénéficiaires. Dans une entrevue accordée au *Globe and Mail*, Philip Anisman, avocat ontarien spécialisé en valeurs mobilières, l'illustre en commentant les modifications de la norme 81-107 :

“The investor perspective, the balance that reflects overall interests should be coming from the regulator, but that does not always happen”. Instead, Mr. Anisman said the history of attempts to develop regulations for mutual funds is a dramatic example of regulatory capture – a theory that argues that as regulating organizations age, they increasingly adopt the viewpoint of the industry that they oversee. “Investors aren't organized. What happens over time is that the regulator sees the problems presented by the industry without itself getting a countervailing view and ends up adopting rules that favour the industry,” he said [...]. Mr. Anisman said several elements of the new rules seem to reflect industry views, such as the provision that certain fundamental changes to funds will no longer require an investor vote, but only advance notice to investors and committee approval. “This seem to suggest that the regulators have accepted an industry position that mutual fund investors aren't interested in voting on anything and in any event are not capable of doing it,” he said⁵³.

2.2.4 La légitimation des fonds mutuels

Dès le début de la phase de consolidation des fonds mutuels, nous observons la mise en place d'un discours de légitimation. Celui-ci met l'accent sur la protection contre le risque de la société moderne et sur les pouvoirs de stabilisation sociale, politique et économique associés aux fonds mutuels. Les thèmes de la responsabilité individuelle et de la prévoyance ne semblent pas prévaloir durant cette période. Nous les verrons cependant resurgir avec les réformes du système de sécurité sociale dans les années 1980 qui marquent le début de la phase d'expansion la plus importante des fonds mutuels.

Un article de 1950 écrit par John C. Rodgers, alors qu'il était président du *Leverage Fund of Canada, Ltd*, représente bien l'auto-description que les fonds mutuels mettent en place durant

⁵³ CHURCH 2004, p. B9.

cette période. Publié dans le *Quarterly Review of Commerce*, l'article s'adresse aux cadres d'entreprise :

Recent articles in such publications as *Fortune*, *Business Week*, *Saturday Night*, *Time*, and *Collier's*, have all excitedly hailed the advent of mutual funds as the answer to the problem of reaching the huge untapped pool of redistributed capital in the hands of the "little fellow". The value of funds in this connection cannot be over-emphasized. The business executive, however, should have a knowledge of the construction of funds and their merits to enable him to conscientiously endorse their use to the "little capitalist" and also to understand their use for larger accounts⁵⁴.

Rodgers soutient ainsi que les fonds mutuels constituent un médium financier adapté aux petits investisseurs tout en tentant de les légitimer devant les grands investisseurs. Comme nous le verrons, les petits investisseurs potentiels sont alors très peu nombreux au Canada. Outre les individus fortunés et les investisseurs institutionnels, les seuls investisseurs individuels qui sont présentés directement dans l'article sont des professionnels (docteurs, dentistes, avocats, ecclésiastiques). L'ensemble de la justification sociale, politique et économique tourne cependant autour de la figure du petit capitaliste, ce travailleur qu'il faut doter d'intérêt personnel de propriétaire pour l'intégrer dans le système capitaliste.

Cette intégration est présentée comme une solution possible à une impasse dans le développement économique du Canada que Rodgers identifie au terme d'une lecture schématique de l'histoire économique du pays. À une longue période de concentration de la richesse et de la domination des capitaux étrangers – américains et britanniques – succède une rupture de la dépendance économique par l'organisation des emprunts de la victoire de la Première guerre mondiale. Le développement financier se poursuit durant les années 1920, mais est entravé et par l'usage spéculatif des actions qui mène à la crise de 1929, à la dépression des années 1930 et à l'opprobre populaire face aux marchés financiers. De nouvelles campagnes d'emprunts de la victoire durant la Deuxième guerre mondiale contribuent selon Rodgers, en étant trop axées sur la sécurité de l'investissement, à approfondir une attitude morale négative et généralisée face à la finance, entravant le

⁵⁴ RODGERS 1950, p. 20.

développement du pays. « It is now time to preach security in terms of the Bible story of the three servants and the talents – the bad servant who spent his in riotous living – the cautious one who put his away in a sage but static place – and the one who invested his wisely and multiplied it many times. Which one was the “good and faithful servant”? Which one achieved real security⁵⁵ »?

Selon Rodgers, le développement du Canada est freiné par la division du capital en multiples et trop petites parts redistribuées en des mains stériles depuis l’après-guerre. La fonction des fonds mutuels est alors de récupérer ce capital improductif pour le faire fructifier. Ce faisant, les fonds doivent tirer des leçons de l’histoire financière du pays. Un programme qui est à la fois une légitimation sociale, politique et économique est ainsi lancé.

The “little capitalists” have been bitten before; they are not entrepreneur minded, and many are of a new crop that will have to be educated. Convention speeches, articles, and advertising in the press or on the radio will not achieve the purpose without an army of trained representatives to follow them up. Such representatives in turn must be rewarded financially. Probably the greatest social contribution of the capitalistic system of a financial nature has been life insurance – but salesmen are still needed to sell it.

Mutual funds have all the characteristics necessary to provide the “little capitalist” with sound investment, to give the salesman a suitable vehicle to sell, and to provide a means of raising vast sums for investment in the equity markets. “The more capitalist-investors, the stronger the nation, and the less likely it will be to succumb to the “isms” now causing most of the world’s difficulties”⁵⁶.

Les fonds sont ainsi présentés comme une force de stabilisation politique et sociale en tant que médium permettant qu’un plus grand nombre d’individus possèdent des intérêts dans l’industrie du pays. Dans son histoire philosophique de l’État providence, François Ewald présente une justification similaire qui est mise de l’avant en parallèle à la diffusion de la technique assurantielle dans la France du XIX^e siècle⁵⁷. Il rapporte notamment les fins

⁵⁵ RODGERS 1950, p. 29.

⁵⁶ RODGERS 1950, p. 29.

⁵⁷ Bien qu’ils soient fondés sur la même technique assurantielle qu’Ewald présente comme fondement de l’État providence français, nous considérons les fonds mutuels comme des organisations financières qui naissent et se développent en marge de l’État providence canadien et qui arrivent à prendre une ampleur considérable que

politiques que Napoléon III attribuait aux sociétés de secours mutuels et autres formes assurantielles étatiques. Le président et empereur concevait ces nouvelles institutions comme des intermédiaires susceptibles d'assurer tant le besoin d'instruction et de moralisation des masses que le besoin de l'autorité d'être informé des besoins du grand nombre, et ce, par : « [...] deux mouvements également puissants : une action du pouvoir sur la masse et une réaction de la masse sur le pouvoir⁵⁸ ». Cette volonté est clairement exprimée dans un rapport sur la prévoyance sociale présenté par le citoyen Jean-Baptiste Ferrouillat devant l'Assemblée nationale en 1849 :

Envisagée au point de vue politique, cette institution n'a pas une moins grande importance. Elle est une garantie d'ordre et de sécurité pour le pays. Elle crée entre l'État et l'ouvrier une solidarité, une communauté d'intérêts qui ne peut que profiter à la paix publique [...] L'ouvrier, une fois entré dans cette vaste association, est intéressé pour sa vie entière à l'affermissement de la société, au développement de la prospérité publique. Sa fortune est liée à celle de l'État. Or le jour où l'homme que la misère et la souffrance, exploitées par de criminelles passions, armèrent contre la société pourra se dire en réalité : « L'État c'est moi », ce jour-là, soyez-en convaincus, citoyens, l'ère des révolutions sera fermée⁵⁹.

Un siècle plus tard, les fonds mutuels proposent une association similaire qui est déplacée dans un cadre privé entre les travailleurs et le capitalisme, association que Rodgers prétend capable de contrer tous les autres « ismes » agitant alors la société canadienne⁶⁰.

lorsque les fondements du providentialisme s'effritent. Les fonds mutuels canadiens prennent en effet leur véritable essor au moment où la conception résiduelle de la sécurité sociale reprend le pas sur la conception institutionnelle.

⁵⁸ Napoléon III, cité dans EWALD 1986, p. 212.

⁵⁹ Jean Baptiste Ferrouillat, cité dans EWALD 1986, p. 212-213.

⁶⁰ Les vertus stabilisatrices des fonds mutuels sont également vantées d'un point de vue strictement financier. Selon la conception standard de l'investisseur articulée par la science économique, les fonds réduiraient les fluctuations des prix sur les marchés financiers. Il est effectivement attendu, mais difficilement vérifiable avec les données disponibles pour la période que nous couvrons ici, que les fonds achètent des titres à des prix justes pour les revendre lorsqu'ils atteignent un prix jugé trop élevé par rapport aux bases de l'économie. Des économistes leur attribuent ainsi l'adoucissement des fluctuations boursières durant les trois décennies suivant le krach de 1929.

2.2.5 La stratification sociale dans la croissance d'après-guerre

Nous avons constaté que les fonds mutuels se présentent comme médium financier visant les petits investisseurs tout en insistant sur le fait qu'ils soient adaptés pour tous les types d'investisseurs. Il serait pertinent de vérifier qui cotisent dans les fonds mutuels durant cette période de consolidation. Nous ne disposons malheureusement pas de données fiables sur la composition de l'actionnariat des fonds mutuels de l'époque. Nous pouvons cependant supposer que ces fonds attirent d'abord principalement des individus aux revenus élevés et des fonds de pension et non pas les petits épargnants de la classe moyenne évoqués par les fonds.

En 1965, le sociologue John Porter soutient que le Canada : « [...] has never had a middle investing class of any size, rather that the middle majority is concentrated at a low level where it has very few savings. Moreover, it is likely that the very rich have always been a relatively narrow at the top and have in fact monopolized in trust and estates and direct ownership most of the good common stocks which were available⁶¹ ». En opposition au mythe de la société canadienne sans classe, ou du moins dominée par une grande classe moyenne, Porter démontre que même au sommet de l'affluence d'après-guerre, une très petite proportion des familles canadiennes sont capables de mener le style de vie associé à la classe moyenne dans la culture populaire et les médias. À partir d'une analyse des revenus des ménages canadiens en 1955 et 1959, Porter estime qu'environ 4 % de ceux-ci peuvent atteindre ce niveau de vie à partir de leurs revenus seulement⁶². Dans ce contexte, le patrimoine de la vaste majorité des ménages est principalement composé d'une assurance-vie et de biens immobiliers. Les actifs financiers se retrouvent presque uniquement dans les patrimoines de familles les plus riches qui monopolisent les revenus en dividendes. Ainsi en 1955, 40 % des dividendes sont reçus par le 1 % des ménages aux revenus les plus élevés⁶³

⁶¹ PORTER 1965, p. 248.

⁶² PORTER 1965, p. 110.

⁶³ PORTER 1965, p. 5.

tandis que 25 % des ménages ne possèdent pas d'actifs financiers et un autre 25 % en possèdent pour une valeur inférieure à 250 \$⁶⁴.

The picture sometimes presented of “every man a capitalist” or of “people’s capitalism” is scarcely borne out by the analysis here presented. It is clear that a good measure of control rests with the small group of very rich, or in some cases with their representatives. The concentration of shareholding within Canada and the high proportion of equity capital which is controlled by non-residents belies the theory of the separation of ownership and control when it is applied to Canada⁶⁵.

La fragmentation de l'actionnariat et la séparation du contrôle et de la propriété présentées par Berle et Means pour le contexte américain ne s'observent donc pas au Canada lors de la première période de croissance des fonds mutuels. En plus de la détention extérieure des entreprises canadiennes, le mouvement de fusion et d'acquisition des années 1950 réduit le nombre d'actions disponibles sur les marchés secondaires. Celles-ci sont généralement détenues et échangées en bloc par l'élite économique du pays et, dans une grande proportion, par des investisseurs étrangers⁶⁶. Porter décrit cette élite comme un groupe socialement, culturellement et ethniquement homogène composé de moins de 1000 individus qui monopolisent et cumulent les postes dans l'administration des entreprises, des banques et des compagnies d'assurances dominantes. La consolidation des fonds mutuels ne modifie pas la composition de cette élite ni la structure du pouvoir économique. « The most cursory glance at the boards of directors of trust companies, mutual funds, and other companies through which pension funds find their way into stock market will confirm the fact that they too are governed by the economic elite⁶⁷ ».

⁶⁴ PORTER 1965, p. 121.

⁶⁵ PORTER 1965, p. 118.

⁶⁶ Le peu d'actions canadiennes ainsi disponibles explique pourquoi les fonds mutuels de l'époque ont se tourne dans une proportion grandissante vers les actions étrangères.

⁶⁷ PORTER 1965, p. 249.

2.3 L'explosion (1975-2005)

Au terme de la période précédente, la plupart des fondements institutionnels et organisationnels des fonds mutuels qui seront mobilisés lors de leur explosion du début des années 1990 sont mis en place. Cependant, malgré leur croissance soutenue des années 1950 et 1960, les fonds mutuels demeurent des acteurs financiers relativement marginaux principalement utilisés par les fonds de pension, des investisseurs fortunés et la couche supérieure de la classe moyenne. De plus, des reculs en termes d'actifs sous gestion, de nombre de fonds en opération et de comptes d'épargnants ouverts dans les fonds sont enregistrés entre le milieu des années 1970 et le milieu des années 1980. La baisse des actifs sous gestion est perceptible sur la figure 1.1, mais apparaît plus marquée si nous représentons les actifs des fonds mutuels en pourcentage du PIB canadien comme nous le faisons avec la figure 2.4.

2.3.1 Une période de transformations économiques et politiques

Ces ralentissements doivent être mis en perspective avec la conjoncture économique de cette période d'instabilité et de transition de l'économie canadienne. Le milieu des années 1970 est effectivement marqué par le premier choc pétrolier et la forte montée de l'inflation et du chômage qui mèneront à terme à la récession. Cette situation de stagflation et les difficultés rencontrées pour l'enrayer participent au discrédit qui frappe les politiques keynésiennes, favorise la montée des politiques néolibérales et amène la Banque centrale du Canada à adopter le monétarisme⁶⁸. Cette transition qui s'amorce sur les plans économique et politique au milieu des années 1970 se matérialisera en politiques effectives à partir du milieu des années 1980. Les reculs des fonds enregistrés au début de cette période seront rapidement rattrapés alors que se mettra en place un environnement favorable à la financiarisation. Nous ne pouvons pas faire ici l'histoire de cette transition qui mène à la reconfiguration des rapports entre la circulation financière et la circulation industrielle que nous avons présentée

⁶⁸ Sur cette transition de la Banque centrale d'une régulation monétaire providentialiste à une régulation néolibérale, voir PINEAULT 1998.

de manière synthétique avec le régime d'accumulation financiarisée dans le premier chapitre. Soulignons qu'un point de rupture est marqué lorsque l'émission et la circulation d'actifs financiers entrent en disproportion croissante avec les actifs non-financiers, semblant ainsi obéir à une autre logique que celle du financement de l'économie dite réelle. La figure 1.2 illustre l'évolution des deux types d'actifs et l'envolée des actifs financiers qui correspond historiquement au début de la période d'explosion des fonds mutuels. Rappelons également que sur le plan financier, cette période est marquée par le début de la déréglementation et de la libéralisation qui mèneront à la création de vastes marchés monétaires et financiers, globalisés et à la création de nouveaux produits financiers qui bouleversent la fonction d'intermédiation. Participant et subissant les effets de cette nouvelle dynamique financière, les entreprises et les ménages adoptent d'importantes modifications de leurs stratégies de financement en recourant tous deux de manière croissante à l'endettement. Tandis que les premières sont progressivement conceptualisées par leurs directions et les investisseurs comme des collections d'actifs liquides, les deuxièmes entrent dans la logique de l'accumulation patrimoniale et tendent à acquérir une plus grande proportion d'actifs financiers dans leurs avoirs. La figure 2.5 illustre l'évolution du rapport des actifs financiers et non-financiers des particuliers et des entreprises particulières. Nous y observons un point de rupture similaire à celui de la figure 1.2.

Sur le plan de la sécurité sociale, ces années sont caractérisées par la remise en cause de certains éléments du providentialisme soutenu par un nouveau discours de légitimation de la régulation sociale. Sont ainsi mis de l'avant, en parallèle aux compressions budgétaires et aux réformes des programmes sociaux, les thèmes de la responsabilité individuelle et de la prévoyance face aux risques sociaux dont les gouvernements se déresponsabilisent⁶⁹. Le recul de la conception institutionnelle et le retour de la conception résiduelle de la sécurité sociale sont bien exprimés par un commentaire sur les pensions adéquates adressé par un représentant du secteur privé lors d'une audience sur la réforme des pensions en 1982 : « Je crois [...] que c'est là un besoin qui doit être satisfait non pas comme un droit, mais comme une mesure destinée à ceux qui en ont les moyens. Chaque individu a la responsabilité

⁶⁹ Pour une analyse de ce déplacement du discours politique et de la représentation des rapports sociaux et de la relation individu/société qu'il implique, voir BEAUCHEMIN, BOURQUE et DUCHASTEL 1995.

primordiale de satisfaire ce besoin et l'intervention du gouvernement se doit d'être minimale⁷⁰ ». Dans ce contexte, la tâche du remplacement de revenu après la retraite est assumée par le secteur privé. Nous observons conséquemment une augmentation du nombre de régimes de pensions d'employeurs et du nombre de travailleurs couverts. Cette augmentation participe cependant au transfert du risque financier de l'employeur à l'employé que nous avons évoqué dans le premier chapitre. En effet, la majorité des fonds créés entre 1975 et 2005 sont des fonds à cotisations déterminées. Le nombre d'adhérents à ce type de régime passe ainsi et de 193 119 en 1974 à 885 840 en 2005. Face à cette augmentation de 450%, le nombre d'adhérents couverts par des fonds à prestations déterminées n'augmentent que de 65 %⁷¹. Les fonds de pension à cotisations déterminées viennent alors considérablement gonfler les actifs des fonds mutuels avec les REER collectifs et individuels également en croissance durant cette période où le marché du travail est marqué par la hausse du travail dit atypique.

2.3.2 Les années 1990

La plus forte période de croissance des fonds mutuels canadiens s'observe durant la décennie 1990. De décembre 1990 à décembre 2001, les actifs gérés par les fonds passent de 25 milliards de dollars à 426 milliards de dollars, soit une augmentation de 1700%⁷². La croissance de ces actifs est en majeure partie attribuable aux ventes de nouvelles parts de fonds. La figure 2.6 présente l'évolution de ces actifs et de l'ouverture de comptes de fonds mutuels. En 1990, on comptait et 2,6 millions des comptes répartis dans 422 fonds mutuels⁷³. En 2001, les comptes se chiffrent à 50 millions et sont répartis dans 1800 fonds. Ces fonds son gérés par environ 80 sociétés de fonds mutuels et distribués par 144 courtiers. L'industrie des fonds mutuels emploie alors environ 90 000 personnes⁷⁴. Au terme de cette explosion, les fonds détenant le plus d'actifs sont les fonds d'actions et les fonds monétaires comme nous pouvons le voir sur la figure 2.7 présentant les données de 2002. La croissance ralentira au

⁷⁰ Anonyme, cité dans GUEST 1993, p. 297-298.

⁷¹ STATISTIQUES CANADA 1975-2005.

⁷² MINISTÈRE DES FINANCES CANADA 2003.

⁷³ IFIC 1990.

⁷⁴ MINISTÈRE DES FINANCES CANADA 2003.

début des années 2000 avec l'éclatement de la bulle technologique, la correction boursière et le dévoilement de scandales entachant la réputation des fonds mutuels américains et canadiens. La croissance reprendra cependant en 2005 avec un accroissement de l'actif sous gestion de 72 milliards de dollars – qui en fait l'année de plus forte croissance en dollars de l'histoire des fonds – et des ventes nettes de 23 milliards de dollars⁷⁵. Les fonds profitent alors largement de l'élévation des plafonds et de l'élimination de la limite du contenu étranger des REER pour lesquels l'IFIC a ardemment milité. Au terme de cette période de croissance, l'industrie des fonds mutuels canadiennes est toujours fortement concentrée avec 77 % des actifs contrôlés par les 10 premières sociétés de gestion comme l'illustrent la figure 2.8 et le tableau 2.3.

2.3.3 Les facteurs de croissance

Plusieurs facteurs expliquent la croissance rapide et soutenue qui s'amorce au début des années 1990. L'essor des fonds mutuels est tout d'abord favorisé par les baisses des taux offerts par les certificats de placement garanti et les obligations gouvernementales qui sont les produits d'épargne avec lesquels ils sont en compétition directe. La performance de ces placements est notamment affectée par la récession de 1991 qui entraîne une baisse rapide des taux d'intérêt. Tandis qu'en 1981 les rendements des certificats de placement garanti d'un an atteignaient 18,75%, ces rendements ont dégringolé à 9,7 % en 1991 pour ensuite atteindre une moyenne de 3,6 % entre 1995 et 1999⁷⁶.

La chute des rendements de ces produits d'épargne rend d'autant plus attirants les fonds mutuels qu'elle survient dans un contexte de performance positive des marchés boursiers. Entre 1991 et 1993, les rendements des titres du *Standard and Poors 500* dépassent les 20% et en 1997 un sommet de 42,5 % est atteint⁷⁷. « Bien que ces titres américains ne représentent qu'un pourcentage limité des actions contenues dans l'ensemble des fonds communs de

⁷⁵ IFIC 2005.

⁷⁶ O'CONNOR 1999, p. 1.

⁷⁷ O'CONNOR 1999, p. 2.

placement détenus au Canada, puisque les régimes et les fonds enregistrés d'épargne-retraite (REER et FEER) limitent la détention de valeurs étrangères, l'impact psychologique de ces rendements auprès de l'épargnant canadien a pu être intéressant⁷⁸ ».

Au Canada, les performances boursières sont plus faibles, mais tout de même positives. Les rendements du TSE 300 s'élèvent à 11,6 % en 1991 et à 35,4% en 1997. Durant la période de 1991 à 1999, ce rendement est de 12,6 %⁷⁹. Les figures 2.9 et 2.10 illustrent l'évolution des rendements des certificats de placement garanti, des obligations du Canada et des deux indices boursiers cités plus haut.

Ce conjoncture financière globalement favorable aux fonds mutuels survient par ailleurs dans un contexte de vieillissement de la population. Approchant la retraite, les *baby boomers* intensifient leurs cotisations dans les REER dont les plafonds sont périodiquement relevés et les campagnes de publicité gouvernementales et privées s'intensifient.

L'explosion des fonds mutuels est également attribuable à la déréglementation des institutions financières ayant permis la formation de conglomérats financiers. Un examen du secteur financier canadien amorcé au milieu des années 1980 aboutit à un Livre vert et à un Livre bleu en 1985 et 1986. Ils exposent la volonté du Ministère des finances de favoriser la concurrence et l'innovation dans le secteur financier, tout en élargissant le choix pour les épargnants canadiens et en menant à la constitution d'institutions financières concurrentielles au plan international. Les réformes proposées tentent de remplir ces objectifs par l'autorisation des affiliations entre les institutions financières sous l'égide de sociétés de portefeuille. Les principales réformes sont appliquées entre 1987 et 1992 et conduisent le secteur financier vers un modèle d'« opérations bancaires universelles » ou de « supermarchés financiers » qui permet à toutes les institutions financières d'offrir tous les produits et services financiers, provoquant ainsi l'effacement des distinctions entre les banques, les sociétés de fiducies, les compagnies d'assurances et les courtiers en valeurs

⁷⁸ O'CONNOR 1999, p. 2.

⁷⁹ O'CONNOR 1999, p. 3.

mobilières⁸⁰. La création de conglomérats qui s'ensuit favorise l'entrée massive des banques – dont les activités dans le domaine des valeurs mobilières étaient limitées avant 1992 – sur le marché des fonds mutuels. Elles peuvent désormais agir directement à titre de fiduciaire d'un fonds en fiducie ou posséder en filiale une maison de courtage, une société de fiducie ou une compagnie d'assurances⁸¹. Cette situation modifie considérablement l'offre de fonds mutuels et facilite leur achat par toute une catégorie d'épargnants/investisseurs tirant leurs conseils financiers de leurs banquiers et qui peuvent désormais régler toutes leurs affaires financières en un même endroit.

Suite à la déréglementation, les banques prennent une part grandissante du marché des fonds mutuels et adoptent généralement la forme juridique de la fiducie pour structurer leurs fonds. L'entrée généralisée des banques dans la gestion des fonds mutuels combinée à la montée constante depuis le milieu des années 1970 des sociétés de fiducie sur le marché de l'épargne fait en sorte que les fonds mutuels adoptent désormais majoritairement la forme légale de la fiducie d'investissement et non plus celle de la société d'investissement. Nous consacrons une partie du chapitre IV aux implications de cette transition légale.

2.3.4 La marchandisation des fonds

Nous assistons durant cette période de forte croissance à une accentuation de la marchandisation des fonds mutuels. Les distributeurs de fonds intensifient la publicité dans tous les médias et les fonds apparaissent de plus en plus comme des produits de

⁸⁰ STARKY 2006.

⁸¹ Ces réformes correspondent aussi à l'apparition de la titrisation dans l'activité des banques, c'est-à-dire la conversion de créances, comme des prêts hypothécaires et des soldes de cartes de crédit, en valeurs mobilières pouvant être vendues à des investisseurs. Cette opération permet aux banques d'éliminer de leur bilan des éléments d'actif pour ainsi réduire leurs besoins en capital réglementaire et investir dans des opérations avec des perspectives de rendement supérieures. Comme le souligne le rapport de 1998 du Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers, la titrisation est liée à la montée des fonds mutuels. « Étant donné l'appétit toujours croissant des gestionnaires de fonds à la recherche de placements admissibles et la diminution relative de l'épargne placée dans des comptes de dépôt, les besoins de financement sur les marchés du crédit hypothécaire, des prêts à la consommation et du crédit aux entreprises, seront couverts de plus en plus des actifs titrisés. La titrisation permet de transformer des placements relativement peu liquides, comme les créances hypothécaires, en titres liquides pouvant être acquis par des caisses de retraite et des fonds communs de placement ». GROUPE DE TRAVAIL SUR L'AVENIR DU SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS 1998, p. 53.

consommation plutôt que comme des investissements. Nous observons cependant en parallèle à ce mouvement de marchandisation, qui banalise et vulgarise l'investissement, une complexification des types de fonds. Les objectifs de placements de plus en plus ciblés reflètent une segmentation de la mise en marché des fonds et des consommateurs/investisseurs visés. Cette segmentation est similaire à celle que l'on retrouve dans plusieurs autres marchés de produits de consommation et qui est associée au postfordisme⁸². La catégorisation des fonds devient cependant à ce point complexe qu'un comité national est créé en 1998 pour standardiser la classification des fonds canadiens⁸³.

Dans un rapport sur la protection des épargnants, l'ancienne commissaire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Glorienne Stromberg précise que cette marchandisation croissante des fonds mutuels exploite le manque de connaissances financières des épargnants. Elle soutient que plusieurs d'entre eux n'arrivent pas à distinguer les situations dans lesquelles ils reçoivent des conseils financiers indépendants des situations où on leur vend un produit de manière intéressée⁸⁴. Stromberg constate plus précisément un manque de connaissance des épargnants sur les fonds mutuels. Elle affirme notamment que plusieurs ignorent les frais et les charges associés au fonds dans lequel ils cotisent⁸⁵. D'autres enquêtes citées par le Bureau de la consommation confirment ce manque de connaissance financière généralisé. Une enquête menée par RBC Groupe financier en 2003 indique par exemple que :

8 % seulement des personnes interrogées estimaient avoir des connaissances « poussées » en matière d'investissement, alors que 44 % déclaraient avoir des connaissances « moyennes », 36 % des connaissances « limitées » et 11 % pas de connaissances du tout. [...] Un autre sondage qui portait sur les connaissances des Canadiens en matière de placements arrivait aux mêmes conclusions. À la question « La Société d'assurance-dépôt du Canada assure-t-elle les fonds communs de placement à hauteur de 60 000 \$? », 33 % des personnes interrogées ont répondu par

⁸² LEFRANÇOIS et GHELLER 2008, p. 163-168.

⁸³ Il s'agit du *Canadian Investment Funds Standards Committee*. En 2005, ce comité classait les fonds en une trentaine de catégories parmi lesquels nous retrouvons, à titre d'exemple, les *Us small and mid cap equity*, les *canadian short-term bond and mortgage*, les *Asia ex-Japan equity*, les *alternatives stratégies* et les *precious metals*. Entre 2005 et 2008, une quinzaine de nouvelles catégories se sont ajoutées. CIFSC s. d.

⁸⁴ STROMBERG 1998, p. 7.

⁸⁵ STROMBERG 1998, p. 106.

l'affirmative et 43 %, qu'elles ne savaient pas. Seules un quart environ (24 %) des personnes interrogées savaient que ce n'était pas vrai.⁸⁶

Dans son rapport, Glorianne Stromberg exemplifie ce manque de connaissance des épargnants et indique qu'il est exploité par les techniques de vente douteuses utilisées par l'industrie. Elle présente notamment le cas de l'utilisation par les épargnants de l'effet de levier financier durant l'explosion des fonds mutuels des années 1990.

The euphoria of the last several years has served as a springboard for some intermediaries and seminar speakers to urge people to maximize their investment opportunities by using borrowed money to invest. They have seized the opportunity that has resulted from the merging of the prime drivers that are said to motivate consumer/investor behavior, namely hope, fear and greed. Accordingly, these intermediaries and seminar speakers have been aggressively advocating various strategies aimed at minimizing taxes and avoiding the impact of tax claw backs and senior benefit cut-back provisions. Three-to-one leverage programs relating to segregated fund investing have also become the flavor of the day.

When reputable investment fund organizations sponsor people of this nature, such sponsorship brings with it in the eyes of consumer/investors an implicit endorsement of the speakers and the tactics. Such sponsorship involves an unwarranted transfer of the trust that consumer/investors have in the integrity of the investment fund managers to the speakers. The various leveraging techniques are promoted at retirement planning or investing seminars, in newsletters, newspapers and magazines and websites. They are also promoted through the use of radio and TV spots that leave the listener or viewer with the impression that some sort of legitimacy has been conferred on the speaker by reason of the speaker's association with the radio or TV station in question.

The public is left with the impression that "everyone is doing it", "it's easy", "you're foolish if you don't", "only the tax people will gain if you don't", "it's not risky", "you will gain" and so on. There is no disclosure of the substantial direct and indirect interests that the persons advocating these strategies have in maximizing the amount of the loans and the investments in question.

Virtually all of the advertising is focused on the upside. The systematic withdrawal plan material provided by mutual fund management organizations includes illustrations that are based only on *increases* in the annual growth rate of the sponsored investment funds. The annual growth rates used often exceed the historical compounded annual rate of return for the periods shown in the illustrations⁸⁷.

⁸⁶ BUREAU DE LA CONSOMMATION CANADA 2005, p. 139.

⁸⁷ STROMBERG 1998, p. 133-134.

2.3.5 L'accroissement des inégalités

Cette explosion des actifs des fonds mutuels participe d'un mouvement d'accroissement des inégalités, et ce, tant en termes de revenu que de richesse⁸⁸. Même si les données présentées avec Porter pour la deuxième période de notre découpage historique donnaient à voir une distribution des richesses polarisée, elles portaient déjà la marque d'une tendance à la réduction des inégalités sociales et de la concentration de la richesse qui s'observe dans la longue durée. Entre la fin de la deuxième guerre et la mise en place du régime d'accumulation financiarisée, le Canada connaît en parallèle à la hausse de la productivité et du PIB, une hausse du salaire moyen et de la consommation des ménages typiques des économies fordistes. On observe aussi durant cette période de croissance une hausse du taux d'épargne, mais il s'agit cependant d'une épargne qui n'est pas financiarisée et dont une faible part aboutit dans les fonds mutuels. La figure 2.11 illustre l'évolution des actifs financiers détenus par les ménages. Nous y voyons bien comment les comptes de dépôts dominent du milieu des années 1960 au milieu des années 1980 pour ensuite être dépassés par les placements dits passifs et organisés parmi lesquels nous retrouvons les fonds mutuels.

La période d'explosion des fonds mutuels concorde donc avec le retour d'une forte polarisation des richesses et des revenus. Nous observons cette polarisation par la hausse de part des revenus totaux accaparés par les 10 %, les 5 % et les 1% les plus riches. Sur la figure 2.12, qui illustre ces progressions, nous voyons clairement l'effet des mesures de redistribution des richesses mises en place après la Deuxième guerre mondiale et le retour de la polarisation avec la mise en place du régime d'accumulation financiarisée. Des analyses produites pour Statistiques Canada à partir des données des Enquêtes sur la sécurité financière de 1984, de 1999 et de 2005 confirment que, durant cette période, le dixième décile est le seul à avoir augmenté sa part de la richesse nette totale⁸⁹. Le coefficient de GINI permet d'illustrer cet accroissement de la part des richesses détenue par les 10% des ménages les plus riches. Le coefficient de GINI – qui égale 0,0 si tous les ménages se partagent également les richesses et égale 1,0 si un ménage détient toutes les richesses – passe de 0,691

⁸⁸ SAEZ et VEALL 2003 et MORISSETTE, ZHANG et DROLET 2002.

⁸⁹ MORISSETTE et ZHANG 2006, p. 7.

en 1984 à 0,727 en 1999 et à 0,746 en 2005 comme nous le constatons sur la figure 2.13⁹⁰. Une autre manière de relever cette polarité est de mettre en relief la disparité entre l'augmentation de la richesse médiane et de la richesse moyenne durant cette période. « La richesse médiane réelle (corrigée en fonction de l'inflation) a augmenté d'environ 10 % entre 1984 et 1999 [...], puis de 10 % à 14 % entre 1999 et 2005, portant l'augmentation à entre 21 % et 26 % au cours de l'ensemble de la période de 1984 à 2005. Par contre, la richesse moyenne réelle s'est accrue entre 51 % et 70 %, traduisant de fortes hausses de la richesse dans la tranche supérieure de la répartition⁹¹ ».

Les auteurs de l'analyse sus-citée identifient les REER comme composante de la richesse dont la part a le plus augmentée et ayant donc, d'un point de vue comptable, le plus contribué à l'augmentation des inégalités patrimoniales⁹².

L'importance relative des composantes de la richesse a beaucoup évolué entre 1984 et 1999. La part de la richesse représentée par les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) est passée de 4 % à 16 %, témoignant de la popularité croissante de cet avoir financier dans le portefeuille des unités familiales. De même, la part des actions, des obligations et des fonds mutuels est passée de 6 % à 11 %. La part de l'hypothèque sur la résidence principale est passée de 10 % à 14 %, probablement en raison de l'accès facile aux prêts hypothécaires consentis par les institutions financières entre 1984 et 1999. Ces changements s'accompagnaient d'une baisse sensible de l'importance relative des capitaux propres dans une entreprise (qui est passée de 25 % à 17 %) et d'une baisse moins marquée dans l'importance relative des dépôts (qui est passée de 11 % à 8 %)⁹³.

Par ailleurs, L'Enquête sur la sécurité financière de 2005 compilait pour la première fois la répartition des placements dans les REER. Les données démontrent que plus de la moitié de la valeur des REER repose dans des fonds mutuels et des fiducies de revenus⁹⁴.

⁹⁰ MORISSETTE et ZHANG 2006, p. 8.

⁹¹ MORISSETTE et ZHANG 2006, p. 1.

⁹² MORISSETTE et ZHANG 2006, p. 8.

⁹³ MORISSETTE, ZHANG et DROLET 2002, p. 18.

⁹⁴ LA SECTION DES ENQUÊTES SUR LES PENSIONS ET LE PATRIMOINE 2006, p. 17. L'Enquête sur la sécurité financière lève ainsi un obstacle sur lequel nous nous butions auparavant en tentant de décomposer les actifs accumulés derrière la catégorie des REER qui est limitée sur le plan analytique. Mentionnons que l'imposition des fiducies de revenu depuis 2006 a probablement eu comme impact la réduction de leur part dans les placements des REER au profit des fonds mutuels.

Augmentant en proportion dans les avoirs des ménages, les actifs financiers sont au cœur du processus de polarisation sociale au Canada. La polarisation ne s'observe pas que dans les écarts de richesse totale, mais également dans le type d'actifs détenus. Ainsi, dans le haut de la distribution, les 10% et les 1 % les plus riches détiennent plus d'investissements financiers directs que de placements passifs et sont plus susceptibles d'avoir des composantes financières, comme les stock-options, intégrées à leur revenu. Au milieu et au bas de la distribution, le principal actif détenu est généralement de nature immobilière ou foncière, les investissements financiers sont principalement de nature passive et organisée (fonds de pension fonds mutuels, assurance-vie) et le ratio dette/actifs est plus élevé. Par ailleurs, plus nous descendons dans la distribution de la richesse et du revenu, plus la dette à la consommation est importante⁹⁵. Nous observons l'évolution de ces tendances entre 1984, 1999 et 2005 sur le tableau 2.4 qui chiffre la richesse moyenne des quintiles inférieur, intermédiaire et supérieur des ménages canadiens et qui nous donne un bon aperçu de la distribution actuelle des fonds mutuels. Nous y constatons, par rapport aux périodes précédentes, un élargissement de la détention d'actifs financiers en dehors du quintile supérieur bien que ce dernier soit le seul à réellement profiter de ce qu'Harmes qualifie de révolution de l'investissement de masse. C'est d'ailleurs vers cette proposition que nous nous tournons, maintenant que nous avons survolé l'histoire des fonds mutuels canadiens.

⁹⁵ PINEAULT 2005b, p. 13.

DEUXIÈME PARTIE

LA MASSIFICATION

- 1. La masse tend toujours à s'accroître*
- 2. Au sein de la masse règne l'égalité*
- 3. La masse aime la densité*
- 4. La masse a besoin d'une direction*

Elias Canetti, « Les propriétés de la masse », *Masse et puissance*

CHAPITRE III

DÉLIMITATION DU CONCEPT DE MASSE POUR L'INTERPRÉTATION DES FONDS MUTUELS

À présent que les prolégomènes à une sociologie des investisseurs institutionnels sont posés et que l'histoire et la situation contemporaine des fonds mutuels canadiens sont établies, nous pouvons nous attarder à la question théorique de la massification. Dans ce chapitre, nous développons d'abord cette problématique par rapport aux investisseurs institutionnels et à la financiarisation de l'épargne qu'ils opèrent. Nous dégageons ensuite, à partir d'une proposition de synthèse des théories de la massification, les significations et apports potentiels du concept de masse pour notre étude des fonds mutuels canadiens en distinguant la notion de masse désignant de la matière et la notion de masse désignant des individus et leurs rapports sociaux. Ces considérations nous mènent à identifier, dans l'organisation des fonds, un antagonisme entre la masse des épargnants et l'élite financière que nous exemplifions dans le chapitre IV.

3.1 La problématique de l'épargne et de l'investissement de masse

Dans la revue de la littérature présentée dans le chapitre I, nous avons observé une polarisation entre les auteurs soutenant la thèse de la démocratisation ou de la socialisation par la montée des investisseurs institutionnels et ceux qui, à partir du même phénomène, identifient un redéploiement paradoxal, du point de vue de l'épargnant, de l'antagonisme entre le capital et le travail. Au-delà de cette opposition sur la signification sociale des investisseurs institutionnels, nous avons observé que des auteurs de divers horizons normatifs utilisent le concept de masse pour qualifier la captation et la liquéfaction de l'épargne des ménages par les divers fonds. Nous avons par exemple noté que Richard Nadler accueille positivement l'émergence de la : « [...] first mass class of worker capitalists – men and women whose wealth-

seeking activities include both wage earning and capital ownership¹ ». Nous avons aussi présenté, avec Harmes, une théorie critique de la révolution de l'investissement de masse opérée par les investisseurs institutionnels à partir du transfert du risque financier de l'épargne de masse vers les travailleurs. Soulignons que l'association de la notion de masse aux nouveaux intermédiaires financiers que constituent les investisseurs institutionnels ne s'observe pas que dans la littérature scientifique. Depuis le début des années 1990 et « l'explosion » des fonds mutuels, nous trouvons plusieurs références aux masses dans des articles de la presse financière couvrant les innovations de l'industrie de la finance personnelle. En alignant quelques-uns de ces titres, nous apprenons que des produits financiers de masse sont offerts aux masses par l'intermédiaire de marchés de masse. Ainsi, le *Kiplinger's Personal Finance Magazine* titrait en janvier 1993 « Money manager for the mighty makes a buck for the masses »². En septembre 1996, nous pouvions lire « Friends and Foes: Rise of Mass Market In Mutual Funds Fuels Schwab-Fidelity Feud [...] » dans le *Wall Street Journal*³. *The Investment Dealers' Digest* affichait en novembre 1997 « Wall street brings LBO funds to the masses »⁴. *The Economist* n'est pas en reste avec son article de mars 2003 « Finance And Economics: Risk management for the masses; Economics Focus »⁵. Plus récemment les masses se voyaient offrir de nouveaux instruments financiers : le *Kiplinger's Personal Finance Mutual Funds* annonçait au printemps 2006 des « Hedge funds for the masses »⁶ suivi en avril 2007 par le *Financial Times* qui publiait « Hands-On Investor: Future fund for the masses »⁷. Si ces produits de plus en plus sophistiqués et jusque-là réservés aux initiés sont offerts à l'épargnant de masse, ce dernier doit être éduqué pour prendre adéquatement part à la révolution de l'investissement de masse. C'est ainsi que *The Economist* titrait récemment « Getting it right on the money: A global crusade is under way to teach personal finance to the masses »⁸.

¹ NADLER 1999, p. 1.

² BRANDON 1993.

³ HIRSCH et O'CONNELL, 1996.

⁴ COPULSKY 1997.

⁵ ANONYME 2003.

⁶ KATES SMITH 2006.

⁷ KNIGHT 2007.

⁸ ANONYME 2008b.

Cet article traite notamment du mouvement de *financial literacy* que l'on pourrait approximativement traduire par éducation financière. Il englobe les campagnes de vulgarisation et d'éducation publiques et privées, les clubs d'investissement et les différentes initiatives visant à l'intégration de nouveaux épargnants à la finance. D'abord orientée vers les classes moyennes, la *financial literacy* a ensuite visé des catégories d'épargnants

Ces diverses utilisations de la notion de masse soulèvent plusieurs questions. Qu'est-ce qu'une masse ? Que désigne-t-on par « les masses » ? Qu'est-ce qui caractérise une finance de masse, une épargne de masse ou un investissement de masse ? Aucune réponse n'est offerte par les laudateurs des investisseurs institutionnels, ni par leurs théoriciens critiques ou par la presse financière qui font tous un usage non problématisé du concept de masse. Le sens de leur référence à un riche et dense corpus théorique principalement utilisé en sociologie, en philosophie et en science politique, que nous désignons de théories de la massification, n'est donc pas ou peu explicite.

Comme nous le verrons, les questions que nous venons de poser renvoient à des ambiguïtés et des contradictions elles-mêmes présentes dans les différents usages du concept de masse et théories de la massification. Ceux-ci sont en effet loin de former un appareil conceptuel unifié. Ils oscillent entre : la simple désignation du grand nombre pouvant être marquée, lorsque appliquée à des individus, par un mépris et une peur aristocratiques, par une glorification et une téléologie révolutionnaires ou par une neutralité axiologique ; une théorie de la déshumanisation, de l'aliénation et de la désorganisation des liens sociaux attribuées à des changements trop brusques tels que l'industrialisation ; la conceptualisation de rapports sociaux antagoniques et des organisations les structurant.

particulières comme les femmes, différents groupes ethniques et les enfants par des programmes et des clubs d'investissement plus ciblés. Harnes présente la *financial literacy* comme un des éléments contribuant à instaurer une culture financière intégrée à la vie quotidienne. L'article cité ici couvre différentes initiatives visant les épargnants des économies émergentes et les individus les plus pauvres non intégrés à la finance dans les économies avancées. On y apprend notamment que le mois d'avril 2008 fut déclaré *Financial Literacy Month* par le congrès américain. Ces mesures – qui vont du financement de l'ouverture de comptes bancaires pour les New-Yorkais qui n'en n'ont pas à la création d'Aflatoun, un personnage de bande dessinée inspiré d'une star de Bollywood enseignant les bienfaits de l'épargne aux enfants de la rue Indiens, puis à ceux de 35 pays émergents et plus récemment à des pays comme le Royaume-Uni et les Pays-Bas – y sont légitimées comme des moyens de lutter contre la pauvreté, l'ignorance financière qui la renforcerait et les crises qui en découleraient. Ainsi, selon John Bryant, nommé par Bush vice-président du *President's Council on Financial Literacy* : « EVERYBODY wants it. Nobody understands it. Money is the great taboo. People just won't talk about it. And that is what leads you to subprime. Take the greed and the financial misrepresentation out of it, and the root of this crisis is massive levels of financial illiteracy ». ANONYME 2008b, p. 83. Le même conseil favorise l'implantation de programme scolaire. « Its other members include the head of Junior Achievement, which has been teaching children about money since 1919, and a co-author of "Rich Dad, Poor Dad", a self-help bestseller. Already, it has approved a new curriculum for middle-school students, "MoneyMath: Lessons for Life". (Lesson one: the secret to becoming a millionaire. Answer: save, save, save.) It is starting a pilot program to work out how to connect the "unbanked" to financial institutions ». ANONYME 2008b, p. 83.

Dans les pages qui suivent, nous tentons de clarifier le concept en faisant de celui-ci un usage exploratoire pour l'interprétation de notre objet de recherche. Nous identifions en quoi le concept de masse peut être pertinent pour rendre compte des dimensions sociologiques de la financiarisation de l'épargne et de la généralisation démographique de la participation aux marchés financiers qu'impliquent la montée des fonds mutuels canadiens⁹. Nous estimons que ces phénomènes relativement nouveaux et d'une ampleur considérable appellent à une meilleure lecture que celles qui furent proposées jusqu'à présent. Nous tentons ainsi d'apporter une contribution au développement d'une interprétation sociologique alternative à la thèse de la démocratisation. Cette dernière ne nous apparaît pas résister à la vérification empirique dans le cas des fonds mutuels canadiens comme en font foi certains des éléments posés dans le chapitre II. Nous pensons ici, notamment, à l'accroissement des inégalités

⁹ Nous laisserons ainsi de côté le concept de masse tel que développé par la philosophie néoplatonicienne, la scolastique et la physique moderne, bien que certaines correspondances puissent être établies entre ses développements et l'opposition sociologique entre l'élite et la masse. En physique, le concept de masse désigne la propriété d'un corps déterminant son accélération sous l'influence d'une force donnée, et dont l'unité de mesure est le gramme (le gramme est la masse d'un corps dont la vitesse augmente d'un centimètre par seconde à chaque seconde sous l'influence d'une force d'une dyne). Bien qu'elle constitue une propriété fondamentale des mesures en physique, la masse n'est clairement définie qu'à la fin du XIX^e siècle. Ses origines nous renvoient aux conceptions néoplatoniciennes de l'inactivité de la matière telle qu'opposée à la spontanéité de l'esprit. Cette opposition métaphysique antique aurait par la suite servi de modèle à l'opposition scientifique de la force et de la masse. Dans son condensé de l'histoire scientifique et philosophique du concept, Max Jammer soutient que : « Paradoxically, it was Neoplatonism and its admixtures of Judeo-Christian doctrines, with their emphasis on the spiritual and immaterial nature of reality, that laid the foundations for the inertial conception of mass, which later became the basic notion of materialistic or substantial philosophy. To accentuate the immaterial, sublime source of all force and life in the intellect or God, Neoplatonism degraded matter to impotence and endowed it with inertia in the sense of an absolute absence of spontaneous activity. For Plotinus, Proclus, Philo, Ibn Gabirol, and the Platonic patristic authors, matter was something base, inert, shapeless and "plump," attributes that reappear in Kepler's characterization of matter as that which is too "plump and clumsy to move itself from one place to another" ». JAMMER 2006, p. 2-3. La question de la détermination quantitative de la matière, différente et ontologiquement première par rapport à l'extension spatiale, se développe ensuite dans la philosophie scolastique en lien avec le problème de la transsubstantiation. C'est cependant à Kepler qu'est attribuée la formulation, en 1618, du principe d'inertie de la masse comme opposition intrinsèque de la matière à la force motrice. La notion de masse devient ensuite centrale dans l'explication de la gravitation. En 1687, la notion d'inertie de la masse unifie les principes sinon disparates de la dynamique de Newton. Sa conception de la masse comme propriété est par la suite critiquée par Leibniz dans sa doctrine des monades. Kant développe cette critique en soutenant que seul le mouvement peut s'opposer au mouvement et que chacun de ses modifications résulte d'une cause externe et non pas d'une propriété de la matière comme l'inertie. La masse demeure, suite à Kant, utilisée physiquement et en philosophie sans définition précise, outre d'être une quantité de matière, ni manière de la mesurer. C'est au milieu du XIX^e siècle, avec la montée de la recherche fondationnelle et les études logiques et critiques des principes de la mécanique, qu'Ernst Mach insiste sur la nécessité d'une définition claire et opérationnelle de la masse et en propose une fondée sur la troisième loi de Newton (loi des actions réciproques). Le concept de masse est finalement unifié et généralisé par le principe de relativité spéciale d'Einstein – établissant l'équivalence de la masse et de l'énergie – et par celui de la relativité générale qui démontre l'identité entre la masse d'inertie et la masse gravitationnelle. Cette unification du principe de masse fut préparée par le concept électromagnétique de masse apparu à la fin du XIX^e siècle par la théorie de Maxwell qui permet d'expliquer l'inertie de particules chargées en termes d'induction d'effets purement électromagnétiques. JAMMER 2006.

corrélatives à la montée des fonds et à la financiarisation de l'épargne, à la concentration de la gestion en un oligopole financier, à la mise en place de mécanismes d'auto-réglementation, à la stagnation des projets de réforme de gouvernance, aux pratiques douteuses de mise en marché, et à l'utilisation croissante de la fiducie au détriment de la société sur laquelle nous revenons au chapitre IV.

3.2 La masse comme objet : indifférenciation, totalité et mutualisme

Dans le contexte qui nous intéresse, le concept de masse peut tout d'abord, à partir de son sens courant, renvoyer à des caractéristiques formelles de l'épargne en tant qu'objet collecté, mutualisé et financiarisé par les fonds mutuels.

En retraçant son étymologie, l'écrivain et théoricien de la culture Raymond Williams explique que le terme français et son équivalent latin *massa* désignent d'abord, probablement partir de la pâte à pétrir, un corps de matière pouvant être moulé et, par extension, n'importe quel grand corps de matière. Deux significations alternatives découleraient de ce sens premier, soit la masse comme objet amorphe et indifférencié et la masse comme un agrégat dense¹⁰. Si l'on s'en tient à cette définition, nous pouvons d'abord discerner dans les fonds mutuels une épargne et un investissement dits de masse en ce qu'ils impliquent de grandes quantités d'actifs concentrés et indifférenciés par les fonds. Nous pouvons aussi concevoir que ces fonds évoluent sur des marchés de consommation de produits financiers de masse en ce sens qu'ils sont « produits » et « consommés » en grand nombre, participant ainsi à une homogénéisation et une standardisation des stratégies d'épargne et d'investissement. Cette acceptation du concept de masse nous cantonne cependant au niveau descriptif. De plus, la différenciation accrue des types de fonds constatée dans le chapitre II remet en question cette indifférenciation du marché des produits d'épargne en question.

¹⁰ WILLIAMS 1988, p. 193.

Si nous poussons plus loin notre définition du concept de masse à partir de ses usages courants, nous constatons qu'à la question de la forme s'ajoute celle de la totalité de la masse. Dans ses usages appliqués à des objets, la masse peut effectivement désigner une grande quantité de matière ou d'éléments rassemblés et considérés sans idée d'ensemble – comme dans *une masse de papier* – ou une réunion d'éléments distincts formant un ensemble indifférencié, mais perçu comme une totalité. C'est ce deuxième type d'usage du terme qui renferme, à nos yeux, la plus grande portée analytique en combinant les connotations de grande quantité de matière malléable, d'indifférenciation des éléments constitutifs et de totalité. C'est par exemple le cas de la masse successorale ou de la masse salariale comme : « [...] ensemble des biens, de créances ou de dettes groupés pour arriver au calcul de certaines droits¹¹ ».

Nous retrouvons ce type de construction abstraite de masse comme totalité dans le *Livre I du Capital* lorsque Marx détermine une variable comme le travail social moyen à partir d'entités comme la masse du travail, la masse de la force de travail et la masse des moyens de production. Marx utilise également le concept de masse comme agrégat dense et indifférencié pour qualifier plus spécifiquement la mobilisation de l'épargne par les banquiers. En décrivant un processus similaire à celui que nous avons présenté comme une métamorphose de l'épargne en capital financier, il affirme dans le *Livre III* que : « [...] la baisse du taux de l'intérêt est également influencée par le développement du crédit, par l'accaparement par les industriels et les commerçants – aidés en cela par les banquiers – de l'argent épargné par toutes les classes de la société et par la concentration de ces épargnes en masses qui leur permettent de fonctionner comme capital¹² ».

Dans le contexte actuel de financiarisation où de nouveaux acteurs comme les fonds mutuels remplacent, formellement, l'intermédiation des banques – rappelons que celles-ci détiennent le contrôle capitalistique d'une part considérable de l'industrie des fonds mutuels – le concept de masse peut aussi renvoyer au mode de constitution des fonds. En ce sens, l'épargne de masse et investissement de masse renverraient d'abord à la massification comme

¹¹ REY 2000, p. 1530.

¹² MARX 1901 (1867), p. 399. Le terme utilisé dans la version originale allemande est *massen*.

principe d'organisation du fonds. Ce dernier implique effectivement les caractéristiques formelles de la masse identifiées plus haut. Les fonds sont constitués en réunissant un flux continu d'épargne en un seul corps opérant comme totalité à partir de laquelle les placements, la diversification du risque financier et les rendements des fonds mutuels sont rendus possibles¹³. De plus, cette transformation de la nature de l'épargne n'est possible qu'en vertu de l'indifférenciation des cotisations initiales dans leur conversion en parts. Cette indifférenciation permet la création du fonds comme totalité distincte évoluant sur les marchés financiers indépendamment de ses parts constitutives, bien que cette totalité soit divisée à son tour en une multitude de placements liquides. Comme pour la détermination des variables marxistes à partir de masses abstraites, la valeur de chaque part de fonds est calculée, après son émission contre un versement, à partir de la totalité que constituent le fonds et sa capitalisation, et non pas à partir de la valorisation spécifique des sommes versées par les cotisants.

C'est aussi spécifiquement en raison de cette totalité renvoyant à la masse des cotisations dont chaque participant devient solidaire que ces fonds sont dits mutuels. L'organisation du fonds et le calcul de la valeur de ses parts impliquent, en principe, que le destin de chaque participant soit mutualisé selon une répartition égale des risques et des frais. Les premières caisses d'assurances mutuelles, associées à des corps de métier ou à des statuts spécifiques, étaient marquées par l'idée de solidarité et de l'assurance d'une protection sociale réciproque fondées sur la prévoyance volontaire et mutuelle de leurs membres¹⁴. Cette conception de la

¹³ Le terme *pool* est utilisé en anglais pour désigner la forme financière structurant la mise en commun de sommes à investir.

¹⁴ Les origines de la mutualisation comme principe de partage du risque se confondent avec celles de l'assurance dont nous retrouvons des formes embryonnaires dès l'Antiquité. Les historiens citent notamment des pratiques de transfert de risque chez les marchands babyloniens du II^e millénaire av. J-C. et leur inscription dans le code d'Hammurabi. Une forme de mutualisation aurait également été développée entre les marchands grecs et phéniciens, puis appliquée à d'autre domaine que le commerce, notamment à la répartition du coût des sépultures, par les Romains. Le principe de partage du risque se retrouve par la suite dans les guildes du Moyen Âge qui constituent des caisses de secours au bénéfices de leurs membres (incendie, maladie, enterrement, etc.). L'assurance se complexifie au début de la Renaissance autour de Gênes et Florence avec l'intensification du commerce maritime. L'assurance maritime se développe par la suite en Angleterre d'où elle s'étend aussi à la protection contre les incendies des bâtiments, notamment suite au grand incendie de Londres de 1666. La forme moderne de l'assurance ajoute par la suite au principe de la mutualisation du risque, la prédiction des coûts et la fixation des primes par l'usage de la loi des grands nombres et autres techniques actuarielles, les premières tables de mortalités et de calcul d'intérêt composé apparaissant à la fin du XVII^e siècle. ANONYME 2007 et AUDINOT 2007. La mutualisation connaît également un développement particulier dans le contexte de l'industrialisation de

mutualité est abandonnée par les fonds mutuels contemporains ouverts à tout investisseur et à vocation commerciale dans lesquels les épargnants s'engagent à titre individuel¹⁵. Ces fonds, qui sont aussi qualifiés, peut-être plus justement, de fonds communs de placement et d'organismes de placement collectifs, conservent tout de même l'idée originale de la mutualité comme constitution d'un tout indifférencié à partir de parties qui sont, quant à elles, déterminées en retour par le tout qu'elles forment selon un partage des charges, des gains et des pertes.

Nous verrons par contre, suite à l'exploration de la deuxième signification potentielle du concept de masse appliqué à la financiarisation de l'épargne, que l'indifférenciation des sommes placées et l'égalité du risque caractérisant en principe les fonds mutuels peuvent être remises en question à partir de l'observation de logiques et de stratégies de placement différentes mises en places par deux catégories d'investisseurs se côtoyant au sein des fonds mutuels. En nous tournant ainsi vers le concept de masse appliqué non plus à l'épargne comme objet, mais aux épargnants en tant qu'individus, nous trouverons dans la massification un outil d'une plus grande portée analytique pour une sociologie des fonds mutuels.

3.3 La masse sociologique : les rapports antagoniques et l'organisation

La deuxième signification de la notion de masse que nous jugeons pertinente pour l'interprétation de notre objet d'étude s'applique à des groupements d'individus et caractérise

la France. Les sociétés de secours mutuelles s'y développent pour améliorer, par la prévoyance et l'entraide, les conditions de vie des ouvriers livrés aux forces du marché suite à l'interdiction révolutionnaire des certains corps intermédiaires comme les corporations de métiers. François Ewald souligne que les sociétés de secours mutuelles se distinguent des caisses d'épargne qui leur précèdent en ne tentant plus de faire de l'ouvrier un propriétaire sous la base de ses économies individuelles. Les sociétés de secours mutuelles visent plutôt, de manière collective et selon une obligation contractuelle, à faire de la condition de salarié, jusque-là associée à la précarité et à la dépendance, une condition stable et assurée offrant la garantie minimale de la satisfaction des besoins. EWALD 1986, p. 205-206. Notons que c'est sur le même modèle de ces personnes morales à but non lucratif créé par les ouvriers pour contrer les abus du capitalisme que s'est édifié, sous une forme privée et commerciale dans le contexte nord-américain, un des moteurs du capitalisme financier contemporain.

¹⁵ Le fait que d'autres fonds, comme les fonds de pension, puissent cotiser dans des fonds mutuels ne change rien à l'affaire. La collectivité représentée par le fonds de pension demeure extérieure à l'organisation du fonds mutuels et y cotise comme un investisseur individuel.

la morphologie de rapports sociaux dans lesquels ces groupements sont engagés. Il est ardu de définir clairement ce concept qui, de Hegel à Lazarfeld en passant par Marx, l'école de sociologie formelle allemande, Canetti, Arendt, Lederer, Ortega y Gasset, Freud, Wright Mills et Kornhauser, pour ne nommer que quelques uns des auteurs le mobilisant, subit plusieurs inflexions, reçoit différentes significations et est employé dans des contextes fort variés. Nous pouvons toutefois cerner des tendances générales et une certaine évolution de son utilisation : désignant d'abord péjorativement une couche sociale se confondant avec la populace, la masse en vient à qualifier de multiples rapports sociaux et, le plus souvent, à désigner le reste de la société par opposition à une élite détenant le pouvoir économique, politique ou culturel. Ainsi, tout au long du XIX^e et du XX^e siècle, il s'est formulé des théories, parfois normativement opposées, de l'intégration ou de la non-intégration sociale et de la domination des masses dans les champs politique (démocratie de masse), culturel (média de masse, culture de masse) et économique (production de masse, consommation de masse et, comme nous l'évaluons ici, épargne et investissement de masse).

Dans ces usages sociologiques, le concept de masse conserve généralement les caractéristiques associées à la notion de masse par le sens commun. Le terme désigne donc d'abord de grands ensembles d'individus indifférenciés, amorphes ou homogènes, constituant ou non une totalité, et dont la réunion, physique ou idéelle, peut être permanente ou temporaire. La masse peut ainsi décrire un grand nombre sans idée d'unité particulière, comme une foule, ou un ensemble dont on suppose qu'il fait corps comme les masses laborieuses.

Comme pour le concept de masse attaché à de la matière, la masse sociologique renvoie à une opposition. Selon les usages, il peut s'agir d'une opposition de la masse à l'individu ou, le plus souvent comme nous l'avons déjà mentionné, à l'élite. Cette mise en contraste s'accompagne généralement d'un jugement portée sur la masse. À cet égard, Raymond Williams souligne que, dans son sens social moderne, la masse ou les masses ont deux types d'implications. « Masses (i) is the modern word for *many-headed multitude* or *mob*: low,

ignorant, unstable. Masses (ii) is a description of the same people but now seem as a positive or potentially positive social force¹⁶ ».

Ce jugement sur la masse et son opposition à l'élite sont généralement formulés en parallèle à l'identification de formes de contrôle, de domination et, plus généralement, d'organisation de la masse. Celles-ci sont attribuées, selon les lectures de la massification, à des meneurs – perçus comme des démagogues ou une avant-garde – ou encore, et plus généralement, à l'élite politique, économique ou culturelle. De ces lectures, se dégage l'idée que la masse, désorganisée en soi, ne se définit, ne prend corps et ne réagit qu'à partir d'une extériorité qui l'organise. Nous avons constaté une conception de la masse similaire dans le point précédent. Par exemple, dans le condensé de ses définitions scientifiques, nous avons noté que la masse est calculée et conçue par rapport à la force. Dans le cas de son usage tiré du sens commun, la masse renvoie à de la matière pouvant être moulée. Finalement, dans le passage du *Capital* cité plus haut, Marx insiste sur le rôle des commerçants, des industriels et des banquiers dans la formation des masses pouvant fonctionner comme capital.

L'identification d'un contrôle organisationnel corrélatif à des oppositions de type élite/masse transcende les deux principaux courants que nous retrouvons dans les tentatives de classifications des usages sociologiques du concept, soit les critiques démocratiques – Arendt, Kornhauser – et les critiques aristocratiques – Ortega y Gasset, Le Bon – de la massification¹⁷. Par exemple, la critique aristocratique de la démocratie de masse identifie des mouvements et des organisations de masse menés par des démagogues comme une menace pour l'autonomie et l'exclusivité des individus jugés aptes et légitimes à gouverner. À l'opposé, la critique démocratique dénoncera l'exclusion de la masse des processus de décisions, de même que le contrôle et la manipulation exercés sur elle par les dirigeants via d'autres organisations comme les médias de masse. La situation se complique si, à partir de cet exemple, nous prenons en compte la critique culturelle de la massification dans laquelle peuvent se rejoindre les critiques aristocratiques et démocratiques pour s'en prendre, selon des présupposés et des objectifs différents, aux mêmes médias de masse et dénoncer leur

¹⁶ WILLIAMS 1988, p. 195.

¹⁷ BELL 2000 (1960), ZYLBERBERG 1986 et KORNHAUSER 1968.

diffusion de produits standardisés menant à terme au nivellement de la culture et à l'homogénéisation sociale.

Si nous revenons à la question de la financiarisation de l'épargne à partir de cette tentative de formalisation du concept de masse, l'épargne de masse comme grande quantité ou indifférenciation dans la mutualisation fait place à l'épargne *des masses* ainsi qu'à la recherche de l'antagoniste lui donnant corps et des formes organisationnelles mobilisées pour y arriver. Ces questions sont problématisées dès 1970 dans une analyse du contexte européen. Dans *L'épargne des ménages*¹⁸, les économistes Louis Fortran et Gérard Klein adressent une critique aux enquêtes sur les placements des ménages. Ils leur reprochent de ne s'intéresser qu'à certaines catégories d'épargnants et de se cantonner au descriptif dans les présentations des résultats qui s'apparentent à des énumérations de constats. Selon Fortran et Klein, les enquêtes sur l'épargne des ménages ne parviennent pas à cerner la pleine dimension sociologique du problème.

Dans l'état actuel des choses, ce sont les épargnes des salariés et des inactifs (c'est-à-dire des retraités) qui sont le mieux connues. Par contre, à mesure que l'on s'élève sur l'échelle des revenus et des fortunes, l'obscurité se fait, les résistances s'aggravent. Le phénomène n'a rien pour surprendre. Mais il entraîne une presque complète ignorance de l'épargne – et de son affectation – des couches sociales qui précisément épargnent le plus et qui, peut-on présumer, exercent un rôle moteur, déterminant, sur l'évolution des placements. On parvient à se faire une idée de l'épargne des masses ou de l'épargne de masse. Mais sans doute n'est-ce pas à son niveau que les mécanismes de décision apparaissent le plus immédiatement et le plus nettement. Elle manifeste sans doute la plus grande inertie et elle est en même temps peut-être la plus influencée par les politiques commerciales des intermédiaires financiers, voire par la politique financière et fiscale des Pouvoirs publics et enfin, indirectement, par les opérations de la minorité qui épargne le plus et qui se comporte sans doute, de son point de vue, le plus rationnellement. Les comportements de la masse des épargnants sont surtout des résultantes de ces différents facteurs. Ils ne peuvent donc guère être compris qu'en se plaçant à un niveau plus général¹⁹.

¹⁸ FORTAN et KLEIN 1970.

¹⁹ FORTAN et KLEIN 1970, p. 124-125.

Pour atteindre ce niveau général et pallier les insuffisances des enquêtes sur l'épargne, les auteurs proposent de chercher des éléments explicatifs du côté des stratégies des intermédiaires financiers qui sont alors plutôt méconnus.

On peut considérer les intermédiaires financiers, en l'occurrence comme les *antagonistes*, au sens étymologique, des ménages. Sans doute ne le sont-ils pas au niveau des « épargnants supérieurs » avec lesquels ils sont probablement en relation de complémentarité, sinon en communauté d'intérêts. Mais l'opposition apparaît de plus en plus nette, avec les années, entre les intermédiaires financiers et la majorité des ménages : un marché est apparu sur lequel les créances – et les crédits – font figure de produits à vendre. Sur le plan le plus superficiel, cette opposition – l'existence d'un marché – se traduit par l'apparition, puis le développement rapide d'une publicité spécifique, au reste encore maladroite, qui fait moins appel à la rationalité qu'à l'effectivité, s'inspirant en cela de celle qui prévaut sur les marchés des biens de consommation et de certains biens durables. Sur un plan à peine plus profond, l'opposition se revêt volontiers de technicité, elle conduit à multiplier des instruments d'apparence complexe, cherchant par là sans doute à couvrir tous les aspects du quotidien, à multiplier les garantis, mais parvenant aussi, peut-être inconsciemment, à désarmer le consommateur, quelque peu déboussolé au sein d'une forêt où se perdent les spécialistes, et l'obligeant ainsi à s'en remettre à la prescription avisée de son « intermédiaire », c'est-à-dire au fond à déléguer sa décision²⁰.

Fortran et Klein introduisent ici, à partir d'observations similaires à celles que nous avons faites dans notre histoire des fonds mutuels canadiens, des dimensions de recherche qui sont au centre de notre évaluation du concept de masse pour l'interprétation sociologique des fonds mutuels : stratification des épargnants, rapports différenciés et antagoniques à l'investissement, délégation du contrôle des actifs et formes organisationnelles et communicationnelles de la gestion de l'épargne. Même si les deux économistes n'observent que la mise en place d'un marché de la gestion de l'épargne en France – les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et les Fonds Communs de Placement (FCP) étant légalement créés par des lois de 1957, mais concrètement constitués respectivement à partir 1963 et 1967 - ils n'en distinguent pas moins une révolution de l'épargne de masse. L'interprétation qu'ils en donnent rejoint la thèse de Harnes présentée dans la revue de la littérature.

²⁰ FORTTRAN et KLEIN 1970, p. 125-126.

Du point de vue des ménages, il ne fait en tout état de cause pas de doute que, sous le couvert d'une apparente stabilité des emplois de l'épargne, une révolution s'est effectuée ces dernières années. La redistribution des revenus, leur élévation aussi ont amené sur le marché de nouvelles couches d'épargnants, catégories « relativement mal préparés [...] à jouer un rôle positif sur le marché des capitaux », et portées de ce fait à demander d'abord des liquidités. Quoi qu'il en soit l'épargne est devenue le fait des masses, une épargne de masse. Il en a résulté – et ce processus n'est pas achevé – une subtile, mais profonde transformation du rôle des intermédiaires financiers. L'épargne directe est devenue épargne indirecte. C'est par conséquent de plus en plus en dehors des ménages que se décideront, non peut-être le montant même de l'épargne, mais du moins ses affectations. [...] Le détour par lequel l'épargne des ménages trouve à s'employer s'agrandit et se généralise. Il passe presque obligatoirement par les intermédiaires financiers sur lesquels les épargnants n'ont aucun contrôle direct. Ainsi l'épargnant de masse se trouve-t-il [...] dans la situation qui est déjà la sienne dans son double rôle de producteur de masse et de consommateur de masse²¹.

Dans sa thèse de doctorat, Éric Pineault aborde des thèmes similaires qu'il situe au cœur de sa théorie de la régulation financière et de la financiarisation du capitalisme avancé. Il soutient que la régulation financière caractérisant la financiarisation, que nous avons présentée avec plus de détails au chapitre I, est fondée sur la mobilisation de l'épargne salariale.

Cette régulation est reproduite par des nouveaux intermédiaires financiers [...] dont la forme idéaltypique est le « fond[s] mutuel » et dont le travail consiste à transformer une relation d'épargne de masse en relation d'investissement financier de masse²² ». Cette relation structure l'ensemble du système financier, nous avons souligné qu'elle oriente la régulation boursière et bancaire de l'accumulation industrielle et a un impact majeur sur l'évolution du rapport salarial et des modes de consommation. Elle participe ainsi à la reconfiguration de la stratification sociale dans le contexte postfordiste²³.

Précisant que la possibilité formelle de l'épargne de masse apparaît avec le développement d'une norme de consommation de masse chez les salariés, Pineault expose les présupposés et les conséquences sociologiques de la proposition de Harms et les situe dans un cadre macro-institutionnel plus large. Comme nous l'avons montré pour le cas des fonds mutuels dans le chapitre II, il soutient que les bases institutionnelles qui ont permis le retour du capital

²¹ FORTRAN et KLEIN 1970, p. 137-139.

²² PINEAULT 2002, p. 482.

²³ PINEAULT 2002, p. 482.

financier sont apparues dans le cadre du système financier managérial en tant que formations périphériques gérant l'épargne salariale à l'extérieur du système bancaire²⁴. C'est dans ce contexte que se seraient développés les nouveaux intermédiaires financiers qui sont devenus les investisseurs institutionnels dominant les marchés financiers. Pineault attribue cette domination à leur capacité de coupler la gestion de l'accumulation patrimoniale avec la régulation de l'accumulation industrielle par le biais de structures financières fondées sur la liquidité du capital. Le système financier aurait été complètement reconfiguré par ce couplage. La financiarisation serait ainsi : « [...] fondée sur la liquéfaction de l'épargne de masse et sa transformation en capital financier contrôlé par les nouveaux intermédiaires financiers, *éphores* du "Money Manager Capitalism"²⁵ ».

3.4 Les nouveaux intermédiaires comme élite financière

Comme nous l'avons constaté dans le point précédent, la conceptualisation d'une épargne et d'un investissement de masse s'accompagne d'une emphase sur le contrôle des actifs délégués aux nouveaux intermédiaires financiers qui semblent prendre ici la place occupé par l'élite dans l'antagonisme élite/masse classique.

Nous avons observé dans le chapitre II que les premiers fonds sont administrés par l'élite aristocratique et bourgeoise, tandis que les fonds de la deuxième période historique que nous avons découpée le sont par l'élite comme classe dirigeante associée au capitalisme managérial. Nous retrouvons les meilleures descriptions de cette élite dans l'œuvre de Charles Wright Mills, pour le cas américain, et de John Porter pour le cas canadien. Rappelons que ces sociologues définissent l'élite comme l'ensemble des individus qui prennent les décisions les plus importantes en monopolisant les « postes-clés » dans les grandes institutions et organisations économiques, politiques et militaires de la société moderne. Leurs analyses donnent à voir une conscience de classe claire se manifestant par une organisation efficace de ce groupe restreint, homogène et résauté. Les analyses du

²⁴ PINEAULT 2002, p. 201.

²⁵ PINEAULT 2002, p. 201-202.

pouvoir de cette élite se concentrent généralement sur les conseils d'administration comme lieux stratégiques de coordination et de circulation de ses membres.

Les organisations essentielles sont probablement les grandes entreprises, car dans les conseils d'administration les membres des divers élites sont intimement mêlés. [...] Les grands membres des ordres militaires, économique et politique adoptent volontiers le point de vue de leurs égaux, toujours avec sympathie, et souvent avec finesse. Ils se définissent réciproquement comme faisant partie des gens qui comptent et dont il faut par conséquent tenir compte. Chacun d'eux, en tant que membre de l'élite, finit par incorporer à son intégrité, à son honneur et à sa conscience le point de vue, les désirs et les valeurs des autres. S'il n'y a pas entre eux une communauté d'idéaux et de critères moraux fondée sur une culture aristocratique explicite, cela ne veut pas dire qu'ils n'éprouvent aucun sentiment de responsabilité les uns vis-à-vis des autres²⁶.

Les études des élites ont toutefois, à quelques exceptions près, été délaissées dans les sciences sociales durant notre troisième période historique qui correspond à une rupture avec le capitalisme managérial servant de trame de fond aux analyses de Porter et Wright Mills. Cette rupture survient avec la mise en place de la financiarisation fondée sur la liquéfaction de l'épargne opérée par les investisseurs institutionnels. Plusieurs auteurs, dont les textes sont regroupés dans l'ouvrage *Remembering Elites*²⁷, tentent cependant de renouveler l'analyse sociologique des élites dans le contexte du capitalisme contemporain. Dans le chapitre « Elites : remembered in capitalism and forgotten by social sciences », les directeurs de cet ouvrage, Mike Savage et Karel Williams, constatent que la disparition des élites dans les sciences sociales survient singulièrement au moment même où les inégalités sociales se creusent pour rejoindre leur niveau d'avant la Première guerre mondiale. Ils attribuent cet oubli des élites aux méthodes néo-positivistes et à la sociologie de la stratification qui sont incapables de saisir l'élite économique, en raison de sa petite taille, dans les échantillons sur lesquels leurs analyses du social sont fondées. Les auteurs attribuent aussi cet abandon d'un thème central dans la sociologie classique à une transition des sciences sociales de l'humanisme vers les modèles post-structuralistes peu préoccupés par les valeurs et les motifs

²⁶ WRIGHT MILLS 1969 (1956), p. 290.

²⁷ SAVAGE et WILLIAMS 2008.

et conceptualisant une distribution et une dissémination capillaires du pouvoir, deux éléments incompatibles avec l'identification des élites²⁸.

Savage et Williams soutiennent, avec tous les chercheurs rassemblés dans cet ouvrage, que les sciences sociales doivent renouveler l'analyse des élites qui perdurent dans le capitalisme contemporain comme groupe d'influence organisant la société dans ses intérêts²⁹. En plus des cadres et administrateurs d'entreprise, traditionnellement considérés comme élite économique et dont les salaires sont en hausse phénoménale dans le contexte contemporain, les auteurs identifient les nouveaux intermédiaires financiers comme groupe vers lequel l'analyse des élites doit se tourner. « One of the most striking developments in present-day capitalism is the increasing number of highly paid financial intermediaries whose role is not the executive management of 'men and things' within corporate hierarchies but the switching or servicing of the flows of money through market trading and corporate deals whose profits greatly increase the numbers of working rich³⁰ ».

Selon Savage et Williams, la montée de ces nouveaux intermédiaires, dont le nombre, la rémunération – par honoraires, commissions et profits – et l'influence sont croissants, appelle à l'identification de nouveaux outils théoriques et méthodologiques pour étudier la formation des élites dans le capitalisme contemporain. Ces élites étant définies comme des intermédiaires, les outils recherchés doivent pouvoir rendre compte de leur influence sur différents champs d'action économiques. Pour y arriver, les deux sociologues cherchent à arrimer les théories des élites aux analyses sociales de la monnaie et de la finance. Soulignant que l'argent facilite le mouvement des élites entre différents champs, ils prétendent d'abord que les élites se définissent par leur capacité à mobiliser le capital et non plus par leurs réseaux ou leurs identités. S'inspirant des approches de Mosca, Pareto, John Scott et Bourdieu, ils indiquent que c'est par le contrôle du capital que les nouvelles élites

²⁸ SAVAGE et WILLIAMS 2008, p. 4-9. Les auteurs font notamment référence à la critique foucauldienne du pouvoir souverain et à la théorie de l'acteur-réseau.

²⁹ Savage et Williams soulignent cependant que le thème des élites ne disparaît pas de l'imaginaire politique occidental. Il est par exemple fréquemment mobilisé par les républicains américains pour désigner, devant les salariés des classes moyennes inférieures, un establishment libéral menaçant les valeurs américaines.

³⁰ SAVAGE et WILLIAMS 2008, p. 10.

s'encastrent dans des circuits de pouvoir plus large. Les nouveaux intermédiaires sont ainsi capables de se déplacer d'un champ semi autonome à un autre en connectant, à profit, ce qui est ordinairement séparé.

Cette conception entraîne une augmentation considérable des individus associés à l'élite, puisque les nouvelles élites connectant les champs s'ajoutent aux élites spécifiques à ces champs qui ne disparaissent pas dans le processus. De plus, cette approche se situe dans un contexte où l'économie et la finance se complexifient et se différencient avec les innovations se renouvelant sans cesse pour mettre en forme l'accumulation du capital. Il faut également souligner que ce type de pouvoir d'intermédiation, en plus d'être invisible aux approches post-structuralistes, ne correspond pas non plus à la surestimation marxiste d'un pouvoir unifié et organisé par-delà les diverses sections de l'économie. « From our point of view, the challenge in present day capitalism is to understand the disorganizing power of finance materialized in a loose distributive coalition of intermediaries whose power works unpredictably through temptation³¹ ».

Ce pouvoir désorganisé se distribuerait donc différemment au gré des coalitions se formant et se déformant autour des intermédiaires selon les innovations des marchés financiers et les conjonctures. « If the supposed task of Hilferding's business elite in the 1900s was keeping things going in a period of pressure on profits; the rather different effect of present day business elite in the 2000s is breaking things up and selling things on in a period of excess liquidity³² ». Dans ce contexte où les entreprises dépensent autant ou plus en fusion et acquisition qu'en investissement en capital fixe, il est possible de concevoir une l'élite financière n'a pas besoin d'être unitaire et dont les « membres » travaillent d'abord en fonction de leurs intérêts particuliers³³.

Notons finalement que Savage et Williams situe cette nouvelle élite, qui diminue le pouvoir de l'élite corporative, dans un contexte de massification lorsqu'ils affirment, en réduisant à

³¹ SAVAGE et WILLIAMS 2008, p. 12.

³² SAVAGE et WILLIAMS 2008, p. 13.

³³ FOLKMAN, FROUD, JOHAL *et. al.* 2006.

l'extrême la thèse de l'investissement de masse : « Since the 1970s, mass savings now provide the feedstock for elite dealing ». C'est vers les modalités organisationnelles de cet apport de l'épargne de masse aux activités de l'élite financière, toujours à partir du cas des fonds mutuels canadiens, que nous nous tournerons dans le dernier chapitre de ce mémoire.

3.5 Conclusion

Ces développements le concept de masse nous conduisent à considérer les fonds mutuels comme des organisations financières traversées par des rapports antagoniques et structurant l'entrée des masses sur les marchés financiers en tant qu'intermédiaires contrôlés par et profitant à l'élite financière³⁴. Dans le chapitre suivant, nous l'exemplifierons en présentant deux aspects des fonds donnant à voir l'institutionnalisation d'une opposition économique entre les salariés et épargnants et la communauté financière représentées ici par les gestionnaires de fonds de la dizaine de grandes banques et sociétés de gestion formant l'oligopole financier canadien. Si ces derniers se caractérisent par une approche spéculative de la finance et l'accumulation par intermédiation, les premiers se caractérisent par leur passivité face à leurs placements en vue de la retraite. Déléguant le contrôle de ces placements, ils en assument pourtant les risques tout en en subissant, à titre de travailleurs, les effets de la gouvernance imposée aux entreprises par la communauté financière.

³⁴ Cette caractérisation des acteurs autour du fonds mutuels renvoie à une question plus générale de stratification sociale que nous ne pouvons pas développer ici. Nous identifions les rapports élite/masse structurant les fonds d'abord selon leurs caractéristiques formelles, bien que nous ayons sommairement indiqué dans le chapitre II le contexte de répartition inégale des actifs financiers sur lequel ces rapports s'appuient. Mentionnons seulement que nos observations vont dans le sens du modèle de stratification, similaire à celui de l'opposition élite/masse, proposé par l'historien et journaliste Michael Lind avec son concept d'*overclass* opposé à la majorité salariée. LIND 1995. Le concept de masse associé à la stratification sociale serait d'autant plus pertinent à explorer dans le contexte dans la montée des fonds mutuels, qui correspond à une période décrite par plusieurs comme étant celle de la mort des classes sociales. PAKULSKI et WATERS 1996. En effet, les masses sont souvent définies par leur extériorité aux classes ou perçues comme un symptôme de leur effondrement. ARENDT 2002 (1951). Pour approfondir ces questions, il nous faudrait établir plus précisément, à partir d'une étude plus détaillée de la détention, mais surtout de la gestion des fonds, si le concept de massification, dans sa signification de stratification est pertinent pour l'interprétation de la montée des investisseurs institutionnel, ou si nous devons plutôt y voir des rapports de classes et/ou des rapports à penser à l'aune de l'expertise technocratique.

Nous verrons comment cette délégation est sous-tendue par une organisation des rapports sociaux de type élite/masse. À la première signification du concept de masse que nous avons identifié pour qualifier le principe de constitution des fonds, correspondait l'idée d'indifférenciation. Si le fonds peut d'abord nous apparaître comme masse indifférenciée de flux d'épargne converti en capital, la signification sociologique du concept de masse attire notre attention sur les rapports différenciés que des cotisants peuvent entretenir à un même fonds. En utilisant le cas des pratiques d'anticipation des marchés financiers – tolérées par les plus grands gestionnaires de fonds mutuels canadiens et bien documentées par les organismes de régulation des marchés – nous verrons comment des cotisants d'un fonds peuvent se rapporter à leurs parts selon des postures et des stratégies différentes et contradictoires. Il s'agira de montrer que non seulement l'élite financière dispose de ressources et d'instruments financiers différents de ceux des épargnants de masse en plus d'organiser la métamorphose en capital financier de cette épargne de masse, mais qu'elle permet et facilite aussi les stratégies spéculatives d'autres « membres » de l'élite financière au sein même des fonds mutuels. Nous verrons que ces pratiques ont pour conséquences de saper les retours et d'augmenter les frais de gestion des cotisants se rapportant aux fonds selon la posture du *buy-and-hold* à partir de laquelle ils sont supposés être gérés.

Si cette observation de rapports aux fonds différant selon la stratification sociale et la culture financière relativise l'idée du fonds comme masse d'épargne financiarisée indifférenciée, elle renforce l'idée de l'entrée des masses sur les marchés financiers par le biais des modalités organisationnelles qui relèvent d'un schéma élite/masse. À cet égard, nous porterons une attention particulière au droit de la fiducie qui institutionnalise les rapports sociaux structurant les fonds. La fiducie consiste en un ensemble de règles ayant trait au droit de propriété. Elle se caractérise par des dispositions permettant de séparer la gestion, la possession et la jouissance des bénéficiaires d'un bien. Les investisseurs institutionnels recourent à la fiducie de différentes manières, soit pour structurer les fonds et former les entités légales de certains intervenants de l'industrie de la gestion de fonds. Notre attribution d'un rôle central à la fiducie dans la montée des investisseurs institutionnels est justifiée par l'observation de profondes réformes du droit des fiducies ayant accompagné la première montée de la finance au XIX^e siècle et la seconde depuis les années 1970 en Angleterre, aux

États-Unis et au Canada. Ces réformes ont servi à adapter la fiducie à l'usage financier qui en est fait par les fonds mutuels tout en conservant les caractéristiques originelles de la fiducie qui placent son bénéficiaire en position de tutelle. Le droit de propriété défini par la fiducie teinterait les rapports entre épargnants et gestionnaires d'une manière qui laisse une grande autonomie aux deuxièmes dans la gestion des biens des premiers. Ce serait cette autonomie, juridiquement reconnue, de gestion de la propriété de tiers massifiée dans le fonds qui permettrait ensuite à l'élite financière d'agir sur les marchés et les entreprises. En plus de permettre la forme de propriété essentielle au fonctionnement et à la viabilité des fonds, la fiducie se caractérise par une grande flexibilité et une absence de contraintes de divulgation par rapport à la forme de la société qui peut aussi être utilisée pour structurer les fonds. Elle permet ainsi un cumul des fonctions par les gestionnaires de fonds, une fragmentation de leur responsabilité devant les investisseurs et une grande opacité face à ces derniers et face aux agences de réglementation des marchés. Nous pensons que c'est principalement cette institution juridique qui confère aux fonds mutuels un caractère d'organisation de masse tout en favorisant leur positionnement au cœur du processus de financiarisation dont les modalités et les implications furent présentées dans les points précédents.

CHAPITRE IV

LES RAPPORTS ÉLITE/MASSE DANS LES FONDS MUTUELS

À partir du cas des fonds mutuels canadiens, nous avons tenté de formaliser le caractère de masse attribué à la financiarisation de l'épargne. Nous avons avancé que celui-ci peut renvoyer au principe de constitution des fonds et aux rapports sociaux antagoniques caractérisant leur gestion. Dans ce chapitre, nous illustrons ces propositions en montrant que l'adaptation financière de la fiducie – comme forme du droit de propriété au fondement des fonds mutuels – se caractérise par une autonomie des gestionnaires et une passivité des épargnants qui semblent relever d'un rapport de type élite/masse. À partir du cas des pratiques d'anticipation des marchés financiers, nous montrons ensuite qu'en plus de détenir le contrôle des actifs massifiés dans les fonds, l'élite financière y permet, tout en en profitant, la cohabitation de logiques de placements différenciées favorisant une minorité d'investisseurs professionnels au détriment de la plupart des investisseurs des fonds mutuels. Ces pratiques remettent en question les principes de la mutualisation et de l'indifférenciation identifiés dans le chapitre précédent. Elles supportent par contre la conceptualisation des fonds mutuels comme organisations financières de masse.

4.1 La fiducie

Mobilisée pour structurer les fonds mutuels et servir d'entité légale à plusieurs des intervenants de l'industrie de la gestion pour tiers, la fiducie est la forme de droit de propriété soutenant l'intermédiation financière identifiée dans le chapitre I. En effet, c'est cette institution juridique flexible qui permet la libre gestion de l'épargne sur laquelle reposent les interventions des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers et sur la gouvernance d'entreprise. Dans cette section, nous exposons d'abord les caractéristiques formelles de la fiducie avant de présenter son utilisation spécifique par les fonds et la libéralisation qu'elle

subit pour être adaptée à l'intermédiation financière. Nous constatons ainsi un dédoublement juridique du droit de propriété permettant aux gestionnaires de fonds de jouir de l'autonomie qui leur est nécessaire pour s'imposer comme acteur dominant dans le régime d'accumulation financiarisée à partir de l'épargne massifiée. Nous proposons ensuite une brève histoire de la fiducie illustrant en quoi son usage par les fonds rompt avec les usages fonciers, testamentaires et caritatifs pour lesquels elle fut d'abord créée. Nous y constatons que cette forme financière de fiducie a impliqué une profonde transformation de cette institution, même si celle-ci conserve son essence qui est de permettre une superposition de plusieurs intérêts et droits de propriété sur un bien mis sous tutelle. Cette superposition s'accompagne d'un rapport de pouvoir asymétrique sur le bien qui est possédé de deux manières différentes : la libre administration de la chose et la jouissance de ses bénéficiaires. Les fonds mobilisent cette superposition de droits de propriété et le type de rapports en découlant, fondés sur l'incapacité du bénéficiaire et la puissance du fiduciaire, pour structurer la valorisation de l'épargne et sa métamorphose en capital financier. Ces transformations historiques illustrent finalement que l'usage financier de la fiducie, en tant qu'institution saisie par l'organisation des fonds mutuels et la financiarisation de l'épargne, imprime un caractère élite/masse aux rapports entre épargnants et gestionnaires.

4.1.1 La scission de la propriété dans la fiducie

La fiducie est une institution juridique issue du droit féodal anglais : « [...] permettant de jouir sans posséder ou, formulé d'un autre point de vue, de léguer sans aliéner¹ ». Elle se décline sous diverses formes dans les pays dont le droit est issu de la *common law*². Institution très flexible, la fiducie est aujourd'hui utilisée pour organiser la détention et la gestion d'un bien par une personne pour le bénéfice d'une autre dans de multiples contextes : organisation de successions, protection du patrimoine de mineurs ou d'incapables, évasion fiscale, montages financiers, gestion fiduciaire, gestion de portefeuille, organisation des fonds

¹ MONTAGNE 2006b, p. 42.

² La fiducie se retrouve aussi sous diverses formes hybrides dans des pays de droit civil ou mixte. C'est notamment le cas de la fiducie québécoise. Nous traitons ici uniquement de la fiducie de *common law* telle qu'on la retrouve en Ontario où sont basés les fonds mutuels les plus importants.

mutuels et des fonds de pension, création d'un groupement sans personnalité morale³. Cette forme juridique appelée « *trust* » en anglais est à distinguer du *trust* tel qu'utilisé en dehors de son sens technique, par exemple dans le sens de loi antitrust, « [...] (où il symbolise les abus du grand capitalisme) pour désigner une entreprise multinationale ou un groupe d'entreprises fortement structuré exerçant un monopole ou détenant une position dominante dans un secteur économique⁴. La confusion, notamment dans le langage politique, s'explique par le fait que les groupes d'entreprises monopolistiques du XIX^e siècle utilisaient souvent la forme juridique du *trust* plutôt que celle de la corporation pour structurer leurs activités.

La fiducie met en forme des rapports juridiques relatifs au droit de propriété sur un bien entre deux ou trois personnes⁵. Dans sa forme la plus générale, cette structure permet à un tiers – le fiduciaire ou *trustee* – de détenir et de gérer des biens donnés ou légués par le constituant – fiduciaire ou *trustor* – pour le compte d'un légataire ou d'un bénéficiaire – le *cestui que trust*. En léguant ou donnant ses biens, le constituant de la fiducie désigne un fiduciaire et un bénéficiaire. Son droit de propriété sur les biens est transféré au fiduciaire qui dispose du coup de leur libre gestion. Une fois ce cadre établi, le constituant disparaît de la relation de propriété et ne peut plus demander de compte ou donner d'instruction au fiduciaire, ni exiger de modification ou la révocation de la fiducie. La gestion de cette dernière appartient désormais totalement au fiduciaire. Celui-ci : [...] « peut être une ou plusieurs personnes physiques ou morales. Les *trustees* sont souvent des professionnels et, contrairement à la conception d'origine, où le *trust* était un service d'ami, ils peuvent être rémunérés⁶ ». Le fiduciaire reçoit les titres légaux de propriété des biens formant la fiducie. Il en est ainsi le propriétaire légal reconnu par la *common law*. Il dispose notamment de la faculté d'aliéner les biens. Ceux-ci doivent cependant être distincts de son propre patrimoine qui ne sera pas atteint par une éventuelle faillite de la fiducie. La détention des biens de la fiducie est accompagnée de l'obligation de les gérer selon les dispositions fixées par le constituant et dans l'intérêt du bénéficiaire qui est protégé par les principes de l'*equity*. À cet égard, la loi prescrit que le fiduciaire se comporte en bon père de famille, puis en homme raisonnable,

³ TALLON 2003, p. 1489.

⁴ CORNU 2006, p. 922.

⁵ Deux de ces protagonistes – le fiduciaire et le bénéficiaire – peuvent être incarnés par la même personne.

⁶ TALLON 2003, p. 1488.

honnête et prudent et plus récemment en expert ou investisseur prudent. Le fiduciaire est titulaire d'un droit sur les biens constituant la fiducie, mais il s'agit d'un droit spécifiquement créé pour le bénéfice d'une autre personne. De son côté, le bénéficiaire ne possède pas de droit sur la gestion des biens formant la fiducie. Cette position est attribuable au statut originel du *cestui que trust* comme mineur à protéger y compris de lui-même, d'où le fait que les biens dont la jouissance lui est destinée ne lui soient pas directement cédés. Il possède néanmoins l'*equitable right*, un titre de propriété initialement reconnu par les cours d'*equity*. Ce droit permet de recevoir les bénéfices issus de la gestion des biens de la fiducie. Il doit cependant s'en remettre intégralement au fiduciaire quant à cette gestion et à la distribution des bénéfices. En cas de litige, ce droit⁷ se manifeste comme une revendication en *equity* devant les tribunaux qui disposent d'un pouvoir de modification ou de révocation de la fiducie par injonction. L'institution de la fiducie est donc fondée sur la toute puissance du fiduciaire et l'incapacité du bénéficiaire. Selon la formule de Sabine Montagne, économiste institutionnaliste qui s'est intéressée à la fiducie dans le cadre des fonds de pension américains, le bénéficiaire est placé dans une position de double tutelle : celle du fiduciaire et celle du juge⁸.

En identifiant la fiducie comme fondement du capitalisme patrimonial, Montagne schématise le fonctionnement de cette forme juridique du droit de propriété d'une manière similaire à celle de Berle et Means lorsqu'ils décrivaient la scission de l'atome de la propriété entre *ownership* et *property* par l'avènement de la société par actions. « Lors de sa création, le trust scinde la propriété sur le patrimoine en deux parties dont l'une, *ownership*, revient au trustee, et l'autre, *property*, revient au bénéficiaire. L'*ownership* permet la libre administration des biens tandis que la *property* donne accès aux bénéfices issus de la gestion du patrimoine⁹ ». Cette scission se fonde sur des dispositions de la *common law* permettant qu'une propriété

⁷ La nature du droit du bénéficiaire est l'objet d'un débat parmi les juristes. Selon Austin Scott, auteur des deux premiers *Restatement of Trusts* et John H. Langbein, conseiller pour le troisième de ces traités qui font autorité en droit des fiducies, il s'agit d'un droit réel sur le patrimoine qui peut être défendu contre le titre de propriété du fiduciaire. Selon Frédéric W. Maitland, il s'agit plutôt d'un droit personnel que le bénéficiaire peut exercer en *equity* contre le fiduciaire en cas de mauvaise gestion, sans détenir de droit réel sur le bien constituant la fiducie. Plusieurs auteurs attribuent un caractère à la fois personnel et réel à ce droit. La jurisprudence est quant à elle divisée sur la question. Pour une présentation plus détaillée de ce débat, voir MONTAGNE 2006b, p. 52-55.

⁸ MONTAGNE 2006b, p. 50-51.

⁹ MONTAGNE 2006a, p. 12.

soit divisée en plusieurs *estates* et que de multiples *rights, titles, et interests* lui soient attachés. « La *common law* admet un dédoublement de la propriété entre une propriété juridique (*legal ownership*) et une propriété économique (*equitable ownership*). La séparation entre la jouissance et l'administration des biens se manifeste par la dissociation du titre en un titre légal (*legal title*) et un titre équitable (*equitable title*), chacun étant considéré comme un propriétaire¹⁰ ».

La fiducie fut historiquement constituée comme une relation asymétrique de propriété dans laquelle le bénéficiaire était sans aucun pouvoir ni reconnaissance juridique. Comme son nom anglais l'indique, cette relation est d'abord fondée sur la confiance du constituant envers le fiduciaire. En vertu de cette structure, la fiducie contient la possibilité d'abus de la part du fiduciaire, véritable propriétaire légal des biens lui ayant été confiés pour le bénéfice d'une tierce personne initialement sans aucune reconnaissance. C'est en partie pour pallier cette situation, en protégeant le bénéficiaire et la volonté du constituant, que l'*equity* – un ensemble de règles, de procédures et de principes juridiques distincts et complémentaires à la *common law* – a été institutionnalisé en Angleterre autour du XV^e siècle. L'*equity* a grandement contribué à rendre la fiducie viable en reconnaissant les droits du bénéficiaire sur une propriété qui n'est pas légalement la sienne, bien que les bénéfices issus de sa possession et de sa gestion lui soient attribués par le constituant. « Si les différences entre les deux systèmes juridiques se sont estompées au cours du temps, que les juridictions ont fusionné en Angleterre au XIX^e siècle et que la séparation juridictionnelle n'a jamais existé aux Etats-Unis, il reste que le corpus du droit des trusts conserve des catégories juridiques spécifiques

¹⁰ EMERICH 2006, p. 304. Dans le cadre juridique de la fiducie, la propriété est constituée d'un ensemble de droits se superposant et en vertu desquels une personne est propriétaire d'un intérêt sur le bien constituant la fiducie plutôt que du bien lui-même. Dans une fiducie, les droits de propriété sur un bien sont divisés en deux *estates*. Le fiduciaire est titulaire d'un *legal estate* sur des biens reconnu par la *common law*. De son côté, le *cestui que trust* est titulaire de l'*equitable estate* sur le même patrimoine, un droit qui est originellement reconnu par les cours d'*equity*. Le fiduciaire, propriétaire devant la *common law*, est donc le *legal owner* tandis que le *cestui que trust*, propriétaire en *equity*, est l'*equitable owner* du bien qui lui a été légué ou transféré par le constituant de la fiducie. Un *legal interest* et un *equitable interest* se superposent aussi sur un même bien pour en distinguer le libre usage – attribué au fiduciaire – de la jouissance de ses bénéfices destinée au bénéficiaire.

et qu'il existe encore une manière de juger en *equity* différente de celle de la *common law*¹¹ ».

4.1.2 L'usage financier de la fiducie

Dans la culture légale anglo-saxonne et dans l'enseignement du droit, la fiducie est essentiellement associée à la transmission patrimoniale intergénérationnelle à l'intérieur des familles fortunées et à la mise sur pied de fondations caritatives. Comme le souligne John H. Langbein, spécialiste du droit américain de la fiducie « *The Restatement (Second) of Trusts*, the most authoritative exposition of American trust law, exemplifies our tradition of thinking about the trust exclusively as a branch of the law of gratuitous transfers¹² ». Langbein démontre que cette tradition intellectuelle légale est en contradiction avec la pratique réelle dans laquelle les fiducies à usage commercial prédominent sur les fiducies personnelles. Ainsi, lorsqu'il écrit son article sur les fiducies commerciales en 1997, 90 % des sommes placées dans des fiducies américaines le sont dans ce type de fiducie¹³. Les principales fiducies commerciales sont les fonds de pension et les fonds mutuels. Depuis 1974, *The Employee Retirement Income Security Act* (la loi ERISA) exige que tous les actifs des fonds de pension américains soient détenus par des fiducies. Comme nous l'avons déjà souligné, les fonds mutuels peuvent quant à eux être légalement structurés en société ou en fiducie. Langbein révèle que plus de la moitié des fonds mutuels américains optent pour la forme de la fiducie¹⁴. Au Canada, la majorité des fonds mutuels est également structurée en fiducie plutôt qu'en société¹⁵. Dans ce contexte, la fiducie ne porte pas sur un bien, mais sur des créances¹⁶.

¹¹ MONTAGNE 2006a, p. 12. Le vocabulaire du droit des fiducies est encore aujourd'hui marqué par les principes de l'*equity* qui sont maintenant appliqués par les tribunaux de *common law* ayant intégré les notions de *beneficial ownership* et de *beneficial interest*.

¹² LANGBEIN 1997, p. 166.

¹³ LANGBEIN 1997, p. 166.

¹⁴ LANGBEIN 1997, p. 171.

¹⁵ STROMBERG 1995, p. 149.

¹⁶ Nous verrons que cette institution s'adapte ainsi à une transformation de la nature de la richesse patrimoniale. « *Wealth, in a commercial age is made up largely of promises* ». POUND 1922, p. 236.

Plusieurs raisons poussent les investisseurs institutionnels à opter pour la fiducie comme entité légale de leurs fonds. Un des principaux avantages de la fiducie par rapport à la forme corporative est d'ordre fiscal : comme entité, elle échappe à une partie de l'imposition incombant aux sociétés¹⁷.

The corporation as a juridical entity has attracted entity-level taxation in the American system of income taxation, resulting in double taxation when the corporation's shareholders are taxed again on income they derive from corporate distribution. Because we treat the trustee's ownership of trust property as merely nominal, with real ownership remaining in the beneficiary, we have tented to tax trust proceeds at the beneficiary level only¹⁸.

La fiducie est également préférée par les investisseurs institutionnels en raison de sa souplesse et de son encadrement jugé moins contraignant que celui de l'incorporation. La fiducie se caractérise en effet par une plus grande flexibilité en matière de gouvernance et dans l'organisation des *beneficial interests*¹⁹. Par exemple, les contraintes de divulgation d'informations sont plus élevées pour les sociétés que pour les fiducies. De plus, la fiducie se démarque de la société en ne comportant aucune exigence en matière d'assemblée d'actionnaires. Montagne souligne à ce propos que : « [...] la légèreté des contraintes imposées à la gouvernance des *mutual funds*, contraste avec l'accroissement que ces mêmes *mutual funds* font peser sur la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils sont actionnaires²⁰ ». Cette caractéristique de la fiducie permet aux gestionnaires d'organiser l'épargne salariale sans qu'aucun mécanisme ne puisse permettre la participation collective et démocratique des épargnants. Contrairement aux détenteurs d'actions, les détenteurs de parts de fiducie d'investissement sont dans une position passive et ne détiennent pas de droits particuliers leur permettant de s'organiser pour en influencer la gestion. Les cotisants à un fonds mutuels détiennent seulement le pouvoir de quitter le fonds ou d'en poursuivre le

¹⁷ C'est aussi le cas de la fiducie de revenu canadienne qui est imposée après la distribution de tous ses gains à ses bénéficiaires. Un nombre important d'entreprises canadiennes se sont transformées ou envisageaient de se transformer en fiducies de revenu en raison des avantages fiscaux que cette forme procurait jusqu'à ce que le ministre des finances Jim Flaherty annonce, en octobre 2006, une nouvelle taxe sur les distributions versées aux détenteurs de parts. Flaherty réagissait ainsi à la conversion de plus de 70 milliards de dollars en fiducies de revenu pour la seule année 2006.

¹⁸ LANGBEIN 1997, p. 181.

¹⁹ LANGBEIN 1997, p. 183.

²⁰ MONTAGNE 2006a, p. 18.

fiduciaire s'ils estiment qu'il a manqué à sa responsabilité²¹. De plus, lorsqu'elles sont incorporées, les entreprises ne peuvent émettre qu'un nombre restreint d'actions, contrairement à la fiducie qui peut émettre un nombre illimité de parts. L'émission de ces parts influe sur la capitalisation des fonds. Cette flexibilité quant à la capitalisation caractérisant la fiducie la rend plus viable que la société pour structurer les fonds mutuels qui sont par essence à capital variable²². « Les restrictions traditionnelles sur le capital des entités économiques (obligation de déclarer un capital nominal et règles à respecter en cas de variation de celui-ci) [...] n'existent pas dans le trust²³ ».

Selon Langbein, la flexibilité caractérisant la fiducie, et expliquant sa préférence par les investisseurs institutionnels, découle de son origine comme forme de don et du *dominium* absolu du constituant sur la propriété donnée. « [...] There seems no basis for interfering with this liberty to make arrangements for giving the property away less than absolutely – no reason, in other words, for preventing the donor from tailoring whatever organizational regime the donor cares to devise for implementing the gift²⁴ ». Bien que la fiducie commerciale ne soit pas issue d'un don, elle conserve ce caractère flexible de même qu'un caractère paternaliste redevable à la tutelle sur les biens d'un mineur juridique marquant aussi l'origine de la fiducie. Nous verrons d'ailleurs dans le point suivant que, même si la fiducie a subi de profondes modifications avant de pouvoir être utilisée pour structurer l'intermédiation financière, les investisseurs institutionnels mobilisent toujours certains de ses aspects originels pour organiser la gestion de l'épargne de masse.

Les caractéristiques de la fiducie que nous avons énumérées garantissent une autonomie presque totale aux gestionnaires de fonds. Cette autonomie est d'autant plus grande qu'à la suite de la libéralisation du droit de la fiducie, la responsabilité fiduciaire, incombant

²¹ La responsabilité fiduciaire prescrit les normes et le processus qui président à l'investissement dans l'intérêt des bénéficiaires de manière exclusivement économique. Le droit des fiducies fragilise ainsi toutes tentatives qui viseraient à politiser les fonds de pension par l'entremise des comités de placement sur lesquels peuvent siéger des délégués syndicaux.

²² Rappelons que les fonds mutuels sont des fonds ouverts, c'est-à-dire que leurs bénéficiaires peuvent, moyennant des frais, entrer et se retirer du fonds à tout moment faisant ainsi fluctuer les actifs sous gestion.

²³ MONTAGNE 2006a, p. 18.

²⁴ LANGBEIN 1997, p. 184.

autrefois entièrement à la personne du fiduciaire, peut désormais être fragmentée en autant de fonctions impliquées dans la gestion d'un fonds. Cette responsabilité est ainsi diluée parmi les multiples intervenants de la gestion des fonds qui portent désormais une responsabilité limitée. Par exemple, un fonds mutuel comporte généralement 7 principaux intervenants qui sont représentés sur la figure 1.1. Outre le vérificateur qui doit être indépendant, les intervenants peuvent y cumuler différentes fonctions²⁵. Chez les plus grands joueurs de l'industrie des fonds mutuels – les banques et les sociétés de fiducies – ces fonctions sont réparties entre diverses entités d'une même organisation et certaines de ces entités sont elles-mêmes structurées en fiducie. Les fonds de la Banque RBC sont ainsi promus par le Fonds d'investissement Royal Inc., gérés par RBC Gestion d'Actifs Inc., leur fiduciaire est la Compagnie Trust Royal, leur gardien de valeurs est la Banque Royale du Canada avec la Fiducie RBC Dexia Services qui agit aussi à titre de dépositaire²⁶. Des contrats règlent les rapports entre ces intervenants qui se partagent la responsabilité fiduciaire. Par exemple, un accord lie la Compagnie Trust Royal et RBC Gestion d'Actifs Inc. à qui la première attribue la gestion des fonds. Une entente similaire lie ensuite le gestionnaire au dépositaire auquel il délègue la détention de l'actif des fonds. Les rapports entre les cotisants et le fonds sont quant à eux définis par la déclaration de fiducie, un document légal qui établit la fiducie et prévoit son fonctionnement²⁷. La responsabilité fiduciaire ainsi déléguée est diluée entre différents intervenants dans la gestion des fonds mutuels. En décrivant des réformes similaires instaurées dans les fonds de pension par la loi ERISA en 1974, Montagne affirme que :

La loi redéfinit substantiellement cette responsabilité en imposant aux intervenants une obligation de moyens, eu égard à la fonction assumée. Elle abandonne, de fait, la référence à une quelconque obligation de résultat qui pèserait sur l'ensemble du processus de gestion. Ces transformations économiques (division du travail) et juridiques (segmentation de la responsabilité) font émerger un régime de justification

²⁵ Le cumul de fonction est décrié par les associations de défense des épargnants comme comportant parfois des conflits d'intérêts. Les intérêts des différentes fonctions d'un fonds diffèrent et leur cumul n'est pas toujours pleinement compatible avec la responsabilité fiduciaire.

²⁶ RBC 2007, p. 9-10.

²⁷ Dans cet usage commercial, la fiducie n'est pas initiée par un constituant transférant des biens et désignant un bénéficiaire. Le fonds mutuel est plutôt créé par un promoteur qui constitue une fiducie pouvant ensuite recevoir l'épargne des cotisants qui deviennent les bénéficiaires des sommes qu'ils placent dans le fonds. La situation des fonds de pension est plus proche du fonctionnement classique de la fiducie lorsqu'ils sont constitués par l'employeur et qu'il y cotise. Il existe d'autres formes hybrides qui tendent à aligner le fonds de pension sur le modèle du fonds mutuel. C'est par exemple le cas du REER collectif.

des protagonistes financiers fondé essentiellement sur l'exhibition des *moyens* mis en œuvre. Au final, plus personne n'est responsable du *résultat*, le rendement des fonds²⁸.

Les gestionnaires, à qui a été déléguée une partie de la responsabilité fiduciaire, n'ont donc aucune responsabilité de rendement et une totale maîtrise de la liquidité des actifs. De leur côté, les détenteurs de parts se retrouvent, suite aux mêmes réformes, dans une situation particulière où ils ne sont ni propriétaires, ni actionnaires, ni protégés. L'épargnant assume donc lui-même le risque financier sans disposer de la libre gestion de ses actifs en raison de la mise sous tutelle caractéristique de la fiducie. L'épargnant bénéficiaire est ainsi à distinguer de l'investisseur rationnel, informé et disposant de son libre arbitre pour contrôler ses actifs tel qu'il est postulé par la conception libérale de la finance. La fiducie, comme forme du droit de propriété structurant les agents économiques dominants sur les marchés boursiers est donc en contradiction formelle avec « [...] l'idéal de circulation marchande communément attribué par la science économique au secteur financier²⁹ ».

En observant certains moments de l'histoire de la fiducie, nous constaterons l'élasticité de cette institution qui lui permis de jouer ce rôle financier. Nous verrons comment une institution fondée sur la confiance et ayant émergé pour conserver un patrimoine foncier intact est devenue la forme type que prend une activité financière caractérisée par la recherche de la liquidité, une grande circulation dans le temps et dans l'espace de même que par l'indifférenciation et la fragmentation constantes d'actifs anonymes.

4.1.3 Du croisé au gestionnaire de portefeuille : une brève histoire de la fiducie

La fiducie apparaît en Angleterre à la fin du Moyen Âge et connaît différentes formes et types d'utilisation avant d'être adaptée pour régler les rapports légaux des organisations financières de masse comme les fonds mutuels. Elle est d'abord principalement utilisée comme véhicule de transfert du patrimoine familial. Elle changera par contre de nature avec

²⁸ MONTAGNE 2006a, p. 21.

²⁹ MONTAGNE 2006a, p. 4.

la transformation de la forme de la richesse : de la terre pour l'aristocratie anglaise aux actifs financiers pour les grandes dynasties industrielles nord-américaines. Cependant, dans l'ensemble de ses utilisations, cette institution juridique aussi flexible et versatile que le contrat, conserve son essence qui est de permettre la possession et la gestion d'une propriété pour le bénéfice d'un tiers. À cette fonction initiale s'ajoute souvent celle d'écran utilisé par ses protagonistes pour contourner diverses obligations.

Un prédécesseur de la fiducie a été identifié par certains auteurs dans la *fidei-comissa* romaine introduite en 170 avant J.-C afin de contourner une loi interdisant de désigner comme héritier un étranger, un exilé ou sa fille. « The testator devised his property to a qualified citizen as his heir, universal devisee, or executor, with a request, by precatory words, depending only on the good faith or honor, strong in the Roman breast, of such heir to restore or hand over the inheritance, or a part of it, to the designated person³⁰ ». D'autres auteurs, comme le juriste et historien anglais Frederic W. Maitland, contestent cependant la filiation romaine de la fiducie de *common law* et la situent strictement comme un développement du *use*, son ancêtre immédiat émergeant dans le droit féodal anglais et auquel la fiducie emprunte sa structure de propriété. Le terme *use* ne proviendrait pas du *usus* latin – l'usage d'une chose – mais plutôt de *opus*. Dès le VII^e siècle, *ad opus* – signifiant « en son nom » ou « on his behalf » – se retrouve dans différents documents lombards et francs. Il devient *al oes, ues* en vieux français avant d'être confondu avec *use* dans la langue anglaise³¹. Dans ce contexte, le *use* renvoie à l'intervention pour le compte d'un tiers, souvent le roi. C'est par exemple le cas d'officiers percevant de l'argent pour le compte du roi, en son nom et à son usage. D'ailleurs, le *ad opus* et *ad usum* se confondent dans les documents cités par Maitland et le juriste H. L. Wilgus. « A man will sometimes receive money to the use (ad opus) of another person ; in particular money is constantly being received for he king's use. Kings must have many ministers and officers who are always receiving money, and we have to distinguish what they receive for their own proper use (*ad opus suum proprium*) from what they receive on behalf of the king³² ».

³⁰ WILGUS 1914, p. 83.

³¹ WILGUS 1914, p. 85.

³² MAITLAND 1894, p. 128.

Nous observons donc au départ une indifférenciation entre les relations d'agence et la forme de propriété du *use* qui va donner naissance à la fiducie. Les historiens du droit de la fiducie montrent que l'usage du *use* passe ensuite de cette forme à la dénomination d'un droit de propriété se développant dans le cadre des croisades. Le *use* permet alors à un croisé de céder la possession de sa terre à un pair nommé *feoffee* qui en assume les obligations féodales tout en garantissant son occupation et ses bénéfices à la femme et aux enfants du croisé durant son absence. Le *feoffee* s'engage également à leur transmettre la terre en cas de décès du croisé. Le *use* est par la suite utilisé pour céder des terres à des couvents, des hôpitaux et organiser d'autres transferts de propriétés charitables. Les franciscains ayant fait vœu de pauvreté et s'interdisant toute propriété utilisent aussi le *use* à leur arrivée en Angleterre en 1225 pour protéger les terres et les bâtiments légués à leur usage – *to the use of* – par des bienfaiteurs³³.

À partir du XIV^e siècle, le *use* remplit une nouvelle fonction alors que certains « propriétaires » – la propriété est à peine naissante à ce moment – transfèrent leurs terres à des *feoffees* tout en se désignant comme bénéficiaires jusqu'à leur mort et en désignant les bénéficiaires leur succédant. Par exemple, A lègue sa terre à B tout en en usant de son vivant puis, à la mort de A, B cède la terre à la personne préalablement désignée par A. Le *use* est alors utilisé pour échapper à des créanciers et éviter la confiscation ou la déshérence³⁴. L'Église y recourt aussi pour contourner le *Statute of Mortmain*³⁵. Cependant, dans la plupart de ces cas, le bénéficiaire posthume désigné est la femme, la fille, le plus jeune fils ou un enfant illégitime du *settlor* dont il désire assurer la subsistance. Pour ce faire, il doit contourner les règles féodales relatives à la transmission de la terre. Comme les premiers usages de la fiducie qui lui succèdera, ce type de *use* vise essentiellement le libre transfert des francs-fiefs à l'intérieur des familles. Bien qu'elles soient affranchies de certaines obligations féodales, ces terres sont toujours soumises aux règles féodales de transmission par descendance – visant à l'origine la concentration des terres à des fins militaires – et non pas à la seule volonté du propriétaire. Le *use* peut alors être utilisé pour contourner les règles rigides de douaire et de primogéniture. Il permet aussi d'éviter la tutelle seigneuriale sur les

³³ WILGUS 1914, p. 85.

³⁴ WILGUS 1914, p. 85.

³⁵ Cette loi adoptée en 1279 sous Edward I vise à empêcher que des terres soient possédées par des institutions immortelles échappant au système de taxation. Elle vise essentiellement l'Église. HENDERSON 1910, p. 148-149.

héritiers mineurs et leur patrimoine de même que l'implication des seigneurs dans le mariage des veuves et des orphelins³⁶. Certaines de ces contraintes survivront quelques siècles au féodalisme et leur contournement sera à l'origine de nombreuses fiducies jusqu'au début du XX^e siècle³⁷.

Le transfert de propriété à une personne pour le compte d'une autre comporte un risque de conflits entre le bénéficiaire sans protection légale – le *cestui que use* qui peut être la même personne que le constituant du *use* – et le *feoffee* qui détient le titre légal de propriété reconnu par la *common law*. Imaginons par exemple un croisé revenant à sa terre légalement possédée par un *feoffee* qui refuse de la lui rendre ou encore la personne B de notre exemple précédent qui ne rend pas la propriété à C conformément à la volonté testamentaire de A, mais la conserve ou la transfère à D. Devant de tels cas, les bénéficiaires et les constituants des *uses* n'ont aucun recours contre les *feoffees* qui s'accaparent les patrimoines des *uses* ou en retiennent les bénéfices. Sabine Montagne résume l'incapacité de la *common law* à rendre justice au croisé et à faire respecter la volonté de A au bénéfice de C.

Certes, la *common law* reconnaît bien le transfert de propriété qui a été fait entre le *settlor* et le *feoffee*. Mais elle se révèle fondamentalement incapable de régler les litiges qui s'ensuivent. En effet, la *common law* anglaise du Moyen Âge est construite de manière à statuer sur des conflits entre égaux, à la manière d'un tournoi dans lequel le juge est un simple arbitre. [...] Ce système ne sait donc pas traiter une relation entre deux personnes de statut différent, en l'espèce l'engagement pris par le *feoffee* de gérer dans l'intérêt du bénéficiaire juridiquement mineur³⁸.

Il s'agit d'une faiblesse procédurale de la *common law* qui la rend inapte à traiter des *uses* : aucune procédure ne prévoit la restitution de la terre au *cestui que use* qui n'est pas reconnu juridiquement. L'inefficacité de la *common law* dans le cas des *uses* est aussi limitée par le

³⁶ « The bizarre fiscal exactions, called wardship and marriage, that functioned as penal transfer taxes on minors ». LANGBEIN 1995, p. 632-633.

³⁷ LANGBEIN 1995, p. 633.

³⁸ MONTAGNE 2006b, p. 44-45.

type de bénéfice qu'elle induit : elle offre des dédommagements plutôt qu'elle ne rend le bien³⁹.

Comme la fiducie, le *use* est une relation fondée sur la confiance et ne relève pas du contrat⁴⁰. Il s'agit à l'origine d'un serment passé entre chevaliers dans le cadre des croisades. Les litiges le concernant sont donc d'abord portés devant l'Église⁴¹. Certaines requêtes sont ensuite portées devant le roi. Maitland rapporte que de 1396 à 1403, le *Chancellor*, auquel le roi délègue sa juridiction, commence à intervenir dans certains litiges entourant les *uses* pour protéger l'intérêt des bénéficiaires contre les propriétaires légaux⁴². Cette délégation du roi dans des cas où la *common law* ne peut rendre justice est à l'origine de la formation de l'*equity*.

Le chancelier, à qui le roi confiait habituellement le soin de donner suite à ces requêtes, occupait souvent une fonction élevée dans l'église et avait une formation en droit romain, en droit canonique ou dans les deux à la fois. Ces principes de droit servaient au chancelier non pas pour reformuler la *common law*, mais pour en prévenir l'application à la lettre lorsqu'il en résultait une injustice. Le plus souvent, il écartait l'exécution de jugements rendus par les tribunaux de *common law*, par exemple lorsque ces jugements n'avaient pas été obtenus dans les règles. [...] Par exemple, si, en *common law*, A transférait un bien-fonds à B (fieffé soumis à un droit d'usage) afin que B le détienne pour l'usage ou le bénéfice de C (bénéficiaire de la fiducie, ou *cestui que trust*), les tribunaux de *common law* considéraient que B possédait l'intérêt exclusif sur le bien-fonds et ne tenaient pas compte du droit de bénéficiaire sur le bien que A voulait conférer à C. L'*equity* permettait de combler cette lacune⁴³.

³⁹ Langbein souligne une autre caractéristique de la *common law* la rendant inapte à rendre justice dans de tels litiges. « [...] the common law courts treated the parties to civil litigation as disqualified from testifying on account of their personal interest in the outcome, a rule that would have silenced most of the relevant persons in a trust case ». LANGBEIN 1995, p. 635.

⁴⁰ « The creation of a trust is conceived of as a conveyance of the beneficial interest in the trust property rather than as a contract ». *Restatement (Second) of Trusts*, cité dans LANGBEIN 1995, p. 628. Langbein affirme par contre que la fiducie est un contrat, car l'entente entre le fiduciaire et le fiduciaire est fonctionnellement indistincte du contrat moderne à tiers bénéficiaire. Cependant, lorsque le *use* apparaît, le contrat n'est pas suffisamment développé pour encadrer ce transfert de propriété tout en reconnaissant le bénéficiaire comme tiers. Wilgus affirme à cet égard : « (1) The feoffee did not formally promise, or covenant under his seal; (2) In the 14th century the common law had not begun to enforce 'the simple contract,' and by the 15th century when the simple contract began to be enforced in the courts of common law," in an action of assumpsit, the Chancellor was already in possession of this field of jurisdiction and was already enforcing uses by means of a procedure far more efficient and far more flexible than any which the old courts could have employed ». WILGUS 1914, p. 86.

⁴¹ MONTAGNE 2006b, p. 45.

⁴² MAITLAND 1904, p. 13.

⁴³ BROWN 2003, p. 459.

Cette intervention du *Chancellor* est légitimée par la bonne foi et la bonne conscience face au plaignant qui ne peut trouver justice, ni devant la loi divine, ni devant la *common law*. Le *Chancellor* délivre des ordonnances, et non pas des jugements, qui portent la trace de cette nouvelle légitimité et dont témoignent les expressions telles que : « to do what right and good faith » ou encore « good faith and conscience⁴⁴ ». Le rôle juridique du *Chancellor* s'institutionnalise durant le XV^e siècle alors qu'il est appelé à intervenir dans de nombreux litiges entourant les *uses*. Cette institutionnalisation suppose le développement de l'*equity* et de la *Court of Chancery* qui fonctionnent en parallèle et comme complément aux cours de *common law*. Les requêtes déposées devant cette justice délivrée au nom de la conscience et selon des principes supérieurs portent sur des intérêts qu'on y fait valoir plutôt que sur des droits. Cette cour peut entendre des témoins sous serment, y compris les parties ayant des intérêts dans le *use* en cause. À l'issue du procès, le *Chancellor* peut reconnaître le *use* et l'intérêt du bénéficiaire en lui accordant la restitution de la terre. Cette cour détient donc le pouvoir d'agir sur le *feoffee*, pourtant propriétaire légal, pour protéger le *cestui que use*, et ce même dans les cas où ce dernier a lui-même constitué le *use* à son propre bénéfice. Cette reconnaissance par l'*equity* de l'intérêt du bénéficiaire sur une propriété qui n'est légalement pas la sienne marquera par la suite le développement du droit des fiducies et la définition de la responsabilité fiduciaire. Comme la fiducie, le *use* consiste donc en une superposition de deux intérêts sur une même propriété dont l'un est légal en *common law* et l'autre, bénéficiaire ou équitable, est reconnu en *equity* par la *Court of Chancery*. Maitland interprète ainsi ce développement : « Thus we get a conversion of the use into a an incorporeal thing, – in which estates and interests exist, – a sort of immaterialized piece of land. [...] The use came to be conceived of as a sort of metaphysical entity in which there might be estates very similar to those which could be crated in land, estates in possession, remainder, reversion estates descendible in this way or that⁴⁵ ».

Le développement des *uses* est interrompu sous le règne d'Henri VIII par le *Statute of Uses* adopté par le Parlement anglais en 1536. Cette législation abolit les *uses* en attribuant au *cestui que use* – détenteur de l'intérêt équitable sur la terre – les titres de propriété légaux

⁴⁴ Wilgus 1914, p. 85.

⁴⁵ Frederic W. Maitland, *Equity*, cité dans WILGUS 1914, p. 87.

détenus par le *feoffee*. Ces détenteurs de terres pour le compte d'un bénéficiaire perdent donc leurs titres et les bénéficiaires deviennent pleinement propriétaires. De la sorte, la voie de contournement des règles d'origines féodales liées à la transmission de la terre est perdue. Cette loi vise essentiellement à protéger les revenus du roi dont une partie croissante lui échappe par le biais des *uses* et la détention en *equity* permettant d'éviter la taxation sur la propriété⁴⁶. Le *Statute of Uses* joue également un rôle politico-religieux en facilitant la dissolution des monastères catholiques – désormais détenteurs des titres légaux de leur propriété – par rétribution des terres à la couronne en vertu du statut de chef unique et suprême de l'Église d'Angleterre nouvellement détenu par le roi. C'est après cette dissolution des *uses* et des leurs *equitable interests* à des fins politiques que la fiducie émerge dans le droit anglais. Elle prend d'abord forme dans les brèches de l'exécution du *Statute of Uses*.

The Statute of Uses returned to the common lawyers their real property practice. Then, in 1540, the Statute of Wills extended legal jurisdiction to devises land. Yet the statute has not abolished uses and the court of chancery was not closed. Equity was not completely out of the picture ; almost immediately after the passage of the statute, enterprising property owners discovered, developed, and exploited exceptions to the execution of uses. By 1700 this process had produced the modern trust⁴⁷.

Selon Montagne, la fiducie n'aurait peut-être pas survécu au *Statute of Uses* sans les développements successifs de l'*equity* qui la rend viable par la reconnaissance juridique des bénéficiaires qu'elle institue, en palliant au déséquilibre entre le fiduciaire tout-puissant et le bénéficiaire juridiquement mineur. En reconnaissant l'*equitable interest* du bénéficiaire sur la chose constituant la fiducie et en lui attribuant un pouvoir de requête, l'*equity* compense son absence de droit en *common law*. Après l'enquête et l'interprétation sur les faits présentés en cour, les juges de l'*equity* peuvent donner des directives au fiduciaire concernant la gestion des biens de la fiducie. Langbein affirme dans le même sens que le : « [...] trust enforcement was, therefore, a creature of equitable procedure⁴⁸ ». Durant le XVI^e siècle, l'institutionnalisation de l'*equity* se poursuit en grande partie autour du développement du droit des fiducies. Son application cesse d'être *ad hoc* : le système du précédent est instauré,

⁴⁶ E. N. D. 1918, p. 88.

⁴⁷ HAAR et LIEBMAN 1985, p. 518.

⁴⁸ LANGBEIN 1995, p. 636.

la figure du *Chancellor* passe de celle de prélat à celle de juge et les ordonnances se réfèrent moins à la conscience qu'à une justice et un intérêt social⁴⁹. Le développement de l'*equity* sera interrompu au XVII^e siècle et ce corps juridique sera fusionné à la *common law* en 1875⁵⁰. Celle-ci intègre alors les notions, les procédures et les principes fondamentaux de l'*equity*.

Dans la fiducie moderne, le fiduciaire remplace le *feoffee* et le bénéficiaire devient le *cestui que trust*. Son fonctionnement est similaire à celui du *use* et est aussi d'abord essentiellement utilisé pour la transmission de la terre.

Suppose the prototypical case, in which the settlor conveyed freehold land to trustees, who agreed to hold the land for the settlor for life and then to convey to selected family members as the remainder beneficiaries. Because the trustees were the nominal owners of the freehold, when the settlor died none of the feudal rules that turned on descent were triggered. The trustees continued to own the land, and they would then convey it to the remainder beneficiaries as they had undertaken⁵¹.

Dans ce contexte, le fiduciaire ne détient pas une grande responsabilité de gestion. Les bénéficiaires vivent généralement sur la terre qui constitue la fiducie tout en la gérant. Sa responsabilité se limite à tenir la propriété de la terre jusqu'à la mort du *settlor*, puis à la transmettre au bénéficiaire que ce dernier a désigné. Une forme purement testamentaire s'ajoute à ce type de fiducie en 1660 alors que les terres peuvent être librement léguées en vertu du *Statute of Tenures* abolissant les tenures militaires⁵². La fiducie devient alors essentiellement l'instrument juridique de la transmission patrimoniale des familles riches. Dans ce cadre, le rôle du fiduciaire est de détenir le domaine familial et de le gérer pour le compte des légataires lorsque ceux-ci sont mineurs. Sa figure type est celle d'ami de confiance de la famille. Disposant des pleins pouvoirs sur les biens sur la fiducie, il doit les utiliser, comme le *feoffee*, pour conserver l'unité du patrimoine. En plus de spécifier son

⁴⁹ MONTAGNE 2006b, p. 48-49

⁵⁰ Aux États-Unis, les mêmes cours peuvent entendre des causes *at law* ou *in equity*. Les procès *in equity* se tiennent sans jury et le pouvoir discrétionnaire du juge y est plus grand. Certains États conservent toutefois des *Courts of Chancery* distinctes.

⁵¹ LANGBEIN 1995, p. 633.

⁵² LANGBEIN 1995, p. 636. La perte des revenus des tenures est compensée par des taxes sur la bière, le cidre et l'alcool fort.

devoir de loyauté et de soin, le droit de la fiducie édicte des règles régissant les actions du fiduciaire de manière à prévenir la circulation, l'échange et la dilapidation du patrimoine dont il détient les titres de propriété. Montagne présente ces règles comme un marquage des choses et de la personne du fiduciaire empêchant la circulation des biens⁵³. Ce marquage prend notamment la forme d'une comptabilité distincte qui sépare les biens de la fiducie de ceux du fiduciaire. Le marquage vise ainsi à limiter la mise en équivalence des biens de la fiducie avec d'autres biens ou avec la forme monétaire. La circulation des biens de la fiducie est aussi limitée par le marquage des personnes. Celui-ci renvoie à la transmission de la responsabilité fiduciaire s'effectuant lorsque le fiduciaire vend les actifs constituant la fiducie à un tiers : « [...] dès qu'il a connaissance de la nature fiduciaire de cet actif en jeu⁵⁴ ». Ces dispositions sont liées à l'objectif de la fiducie qui est de conserver la terre intacte et à l'usage de la famille.

Ces règles limitant la circulation et la division sont incompatibles avec la vocation financière que prend la fiducie de l'autre côté de l'Atlantique où : « [...] un changement dans la nature de la richesse patrimoniale va fournir l'occasion de transformer le trust : aux Etats-Unis, à partir du XIX^e siècle, les dynasties industrielles bostoniennes investissent en actifs financiers⁵⁵ ». Cette transformation de la richesse patrimoniale dicte un nouvel objectif à la fiducie et appelle à une redéfinition du rôle du fiduciaire. S'il s'agissait auparavant de conserver intact et entier le patrimoine foncier placé dans la fiducie, il est désormais question de faire fructifier un patrimoine financier en le diversifiant et en le faisant circuler sur les marchés financiers. Le fiduciaire devient un gestionnaire de portefeuille possédant des compétences techniques et étant généralement un professionnel engagé par les mêmes firmes qui créent les *investment companies*, lesquelles donneront naissance aux fonds mutuels. Langbein contraste l'identité nouvelle du fiduciaire avec sa figure d'origine. « Connected to the change in the nature of trust assets from realty to financial assets, and in the function of trusteeship from stakeholding to management, has come a change in the identity of trustees. Trustees of old were unpaid amateurs, that is, family and community statesmen who lent their

⁵³ MONTAGNE 2006b, p. 56-60.

⁵⁴ MONTAGNE 2006b, p. 56.

⁵⁵ MONTAGNE 2006b, p. 60.

names and their honor to a conveyancing dodge. Still in Maitland's day, "[a]most every well-to-do-man was a trustee" ⁵⁶ ».

Dans la nouvelle forme de fiducie qui se met d'abord en place à Boston dans les années 1820, le fiduciaire doit jouir de plus d'autonomie pour remplir les objectifs d'accroissement du patrimoine. Son travail consiste en une gestion financière active et il doit posséder un pouvoir accru de placement et de distribution de bénéfices. Les différentes règles instaurées pour limiter la circulation dans le cadre de la fiducie foncière deviennent maintenant des obstacles à la fiducie financière. Différentes manœuvres sont d'abord élaborées pour camoufler le marquage évoqué plus haut. Des réformes viennent ensuite adapter la fiducie à l'usage financier pour que le fiduciaire n'ait plus à masquer la nature des actifs qu'il peut désormais mettre en équivalence sans que ses échangistes n'aient à endosser la responsabilité financière. La fiducie s'écarte alors de son fonctionnement d'origine pour permettre la circulation : « [...] des biens anonymes, fongibles, en temps réel ⁵⁷ ».

L'effacement des limites à la circulation et la mise en équivalence monétaire du patrimoine s'accompagne de ce que Montagne qualifie de dépersonnalisation du fiduciaire et d'institutionnalisation de la fiducie. La dépersonnalisation du fiduciaire se fait d'abord par une reconnaissance de la fiducie comme : « [...] entité juridique plutôt que comme obligation personnelle ⁵⁸ ». La limitation de la responsabilité du fiduciaire face aux créanciers de la fiducie contribue aussi à cette dépersonnalisation. Cette limite protège son patrimoine personnel face aux créanciers, mais non pas sa responsabilité personnelle face aux : « [...] obligations prises au titre de l'administration du trust ⁵⁹ ». L'exposition personnelle du fiduciaire, via la reconnaissance juridique de la fiducie, est finalement encadrée par : « [...] la communauté des professionnels eux-mêmes lorsqu'ils sont appelés à définir les termes de l'arrangement au moment de sa création. En définissant l'acte fondateur du trust, les objectifs

⁵⁶ LANGBEIN 1995, p. 638.

⁵⁷ MONTAGNE 2006b, p. 60.

⁵⁸ MONTAGNE 2006b, p. 63.

⁵⁹ MONTAGNE 2006b, p. 63.

et les moyens à la disposition du gestionnaire, le *trustee* professionnel encadre lui-même ses propres pouvoirs ultérieurs⁶⁰ ».

Cet acte spécifie les règles de gestion du fiduciaire et déplace sa responsabilité individuelle sur la firme qui l'emploie. La dépersonnalisation implique finalement l'immortalité potentielle des fiducies qui ne sont plus liées à un individu, mais à une institution qui remplacera le fiduciaire attitré en cas de décès⁶¹. La dépersonnalisation du fiduciaire est donc concomitante à l'institutionnalisation de la fiducie. Cette institutionnalisation est d'abord impliquée par la refonte, par plusieurs États américains, du code de propriété pour y inclure la fiducie et y encadrer sa gestion. C'est à ce moment que les pouvoirs du fiduciaire sont étendus pour permettre une gestion d'actifs financiers et surpasser les entraves liées à la fiducie foncière.

Dans ce contexte, l'emphase du droit de la fiducie se déplace de la limitation du pouvoir du fiduciaire – qui est étendu – à la protection du bénéficiaire. À cet égard, le traditionnel devoir de soin du fiduciaire est jugé trop abstrait pour encadrer les nouvelles pratiques financières et est remplacé par un devoir de prudence. « Le standard de prudence développé par la jurisprudence lui donne un sens pratique et fournit ainsi un support à la décision d'investissement⁶² ». Ce standard de prudence va d'abord inciter à une gestion visant à faire fructifier le capital tout en limitant la spéculation. À cet égard, les investissements des fiducies sont d'abord limités aux emprunts d'États et aux hypothèques par des listes publiées par les États américains et les provinces canadiennes à l'intention des fiducies et spécifiant les titres dont la détention leur est autorisée. Ces restrictions visant à protéger les petits bénéficiaires s'avèrent trop restrictives pour la gestion des actifs des grandes familles industrielles. Aux États-Unis, la prudence dont doit faire preuve le fiduciaire est redéfinie d'une manière plus adaptée à la gestion financière dès 1830 au Massachusetts par l'arrêt *Harvard College v. Armory*. La *prudent man rule* redéfinit alors le standard d'investissement par référence à un homme prudent qui gérerait ses propres affaires. La règle de prudence ne

⁶⁰ MONTAGNE 2006b, p. 64.

⁶¹ LANGBEIN 1995, p. 639.

⁶² MONTAGNE 2006b, p. 66.

vient pas préciser les investissements prudents comme le faisaient les listes de titres autorisés, mais vient plutôt qualifier de prudente une manière d'investir en vue de limiter la spéculation et de sécuriser le capital et les revenus⁶³. Il s'agit donc d'une règle procédurale, plutôt que substantielle comme les listes de titres restrictives, qui vient institutionnaliser le statut du fiduciaire comme professionnel de la gestion d'actifs financiers. Auteur de l'arrêt, le juge Samuel Putnam spécifie que les fiduciaires doivent se comporter honnêtement, exercer leur arbitraire sagement et : « [...] observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested⁶⁴ ». Montagne souligne que l'arrêt désigne les hommes au pluriel et renvoie ainsi à la communauté de pratiques des fiduciaires, tout en s'inscrivant dans le principe anglo-américain de philosophie politique selon lequel la poursuite de son propre intérêt permet, par agrégat, d'atteindre le bien-être collectif. La référence aux hommes sains et raisonnables poursuivant leurs intérêts : « [...] permet donc d'ancrer le référent de l'acte d'investissement dans un comportement type dont la logique est financière mais qui est aussi un comportement socialement valorisé et moralement juste⁶⁵ ». Avec la définition du *prudent man*, les freins à la circulation des actifs des fiducies visant la préservation du patrimoine sont ainsi pour la plupart levés. Devant observer une prudence procédurale, le fiduciaire peut agir comme n'importe quel autre intervenant sur les marchés financiers et les actifs qu'il y fait circuler ne sont plus entravés par la marque de leur nature fiduciaire.

Le cadre institutionnel est ainsi fixé pour l'utilisation de la fiducie comme structure juridique des fonds de pension et des fonds mutuels. Avec le développement de ces fonds, les fiducies ne sont plus seulement constituées de patrimoines dynastiques, mais surtout de l'épargne de masse financiarisée. Le spectre du portefeuille de ces fiducies sera de plus en plus étendu géographiquement et le type de titres détenus sera de plus en plus varié.

⁶³ GROSH 1974.

⁶⁴ Arrêt *Harvard College v Armory*, cité dans NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS OF UNIFORM STATE LAWS 1994, p. 6.

⁶⁵ MONTAGNE 2006b, p. 70.

La législation américaine suit et institutionnalise ce mouvement, notamment avec le *Uniform Trustee's Power Act* de 1964. « These statutes empower trustees to engage in every conceivable transaction that might wrest market advantage or enhance the value of trust assets⁶⁶ ». S'ensuivent d'autres réformes dont la plus importante pour le droit des fiducies est la loi ERISA de 1974 évoquée plus haut. ERISA vient aussi remplacer la figure du *prudent man* par le *prudent expert*. N'étant plus seulement un homme prudent, le fiduciaire est un spécialiste dont les décisions d'investissement sont conformes aux décisions que prendrait tout autre spécialiste de la gestion d'actifs financiers placé devant la même situation. Cette législation propre au fonds de pension qui encourage la délégation et le comportement mimétique chez les gestionnaires sera par la suite généralisée aux autres formes de fiducies financières avec l'*Uniform Prudent Investor Act* de 1994 qui consacre le statut de fiduciaire comme investisseur professionnel dont la prudence est évaluée de manière relative à la communauté financière dans laquelle il s'inscrit.

Au Canada, la législation est moins explicite quant au statut du fiduciaire comme expert financier. L'encadrement des fiducies varie selon les provinces. Cependant, l'essentiel de l'industrie des fonds mutuels étant basée à Toronto, la loi des fiducies ontarienne est celle qui influence le plus la gestion des fonds mutuels. Elle prescrit présentement que le fiduciaire doit agir avec le soin, la compétence, la diligence et le jugement dont un investisseur prudent – et non plus une personne prudente – ferait preuve en faisant ses placements. La loi sur les fiduciaires de l'Ontario fut modifiée en 1998 pour étendre les pouvoirs d'investissement des fiduciaires. Ceux-ci étaient auparavant limités, à moins d'un avis contraire inséré dans la déclaration de fiducie, par le type de liste de placements autorisés évoqué plus haut. Le standard « d'investisseur prudent » permet maintenant au fiduciaire d'opter pour n'importe quel placement que choisirait un investisseur prudent. Cette nouvelle législation facilite le travail des gestionnaires de fonds mutuels, mais favorise surtout l'investissement dans les fonds mutuels par des fiduciaires d'autres institutions ou fonds⁶⁷.

⁶⁶ «Included are the powers to retain assets; receive additions; operate a business; invest and reinvest; buy, sell, or lease an asset; exchange, partition, improve, or abandon an asset; exploit minerals; grant options; vote securities; borrow money; insure; litigate; amortize; and employ agents». *Uniform Trustee's Powers Act*, cité dans LANGBEIN 1995, p. 641.

⁶⁷ Des réformes similaires ont été menées dans plusieurs provinces canadiennes durant les années 1990.

4.2. Les pratiques d'anticipation des marchés financiers

L'élite financière, à laquelle nous associons les gestionnaires de fonds mutuels en tant qu'intermédiaires, ne fait pas que contrôler la gestion de l'épargne de masse selon les modalités de la fiducie et en tirer profit par différents frais de gestion et commissions. En effet, certains de ces « membres » cotisent aussi dans les fonds mutuels par l'intermédiaire des *hedge funds*, des fonds d'investissements aux stratégies plus risquées. Ceux-ci se rapportent à leurs placements dans les fonds mutuels selon une logique et un horizon temporel qui diffère et va à l'encontre de ceux des épargnants de masse. Ils remettent ainsi en question les principes de mutualisme et d'indifférenciation associés aux fonds mutuels, et ce, avec l'assentiment des gestionnaires de ces derniers. Leur participation aux fonds mutuels donne aussi à voir que ce n'est pas tous les investisseurs qui adoptent une position passive face à leur placement dans les fonds mutuels. Nous tirons ces observations du cas des pratiques d'anticipation des marchés financiers avec lesquelles nous concluons notre étude de la massification de l'épargne et la finance.

4.2.1 Les opérations tardives et la répartition des titres

Il faut tout d'abord distinguer deux formes de pratiques basées sur l'anticipation des marchés financiers. Il s'agit des opérations tardives (*late trading*) et de la répartition des titres (*market timing* ou *timed trading*). La première forme est illégale, contrairement à la seconde qui contrevient pourtant aux procédures de plusieurs fonds et contredit le rôle de fiduciaire du gestionnaire.

Les opérations tardives se produisent lorsque des ordres d'achat et de vente de parts de fonds mutuels sont reçus après la fermeture des marchés, mais que dans leur traitement, on leur attribue les cours du jour en question plutôt que ceux du lendemain. Elles contreviennent au règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif selon lequel il faut attribuer aux achats et rachats de parts de fonds mutuels le prix déterminé après la réception de l'ordre d'achat ou de rachat.

Les opérations sur fonds mutuels se terminent généralement à 16 h HE et les fonds calculent leurs prix (valeur liquidative par titre) une heure ou deux après la clôture à partir du cours de clôture le plus récent des titres de leurs portefeuilles. Tout ordre d'achat ou de rachat reçu en bonne et due forme avant 16 h HE se voit attribuer le prix du jour et les ordres reçus en bonne et due forme après 16 h HE doivent se voir attribuer le prix du jour suivant.

Par conséquent, contrairement à ce qui se produit pour les acheteurs d'actions, les acheteurs de titres de fonds mutuels ne connaissent pas le prix exact auquel leurs ordres seront exécutés au moment où ils les passent. Cette exigence de « fixation des prix à terme » garantit l'égalité des chances aux acheteurs de titres de fonds mutuels parce qu'aucun investisseur ne possède (ou, du moins, ne devrait posséder) l'avantage de disposer de renseignements « après 16 h » avant de prendre une décision de placement⁶⁸.

La seconde forme de pratique d'anticipation des marchés financiers est celle de la répartition des titres. Elle consiste en des opérations à court terme – des achats et des ventes rapides de parts de fonds mutuels – visant à profiter de brefs écarts entre les cours périmés des titres détenus par les fonds et leurs valeurs boursières actuelles. Les titres dont les cours sont périmés se retrouvent dans des portefeuilles de fonds lorsque les prix des titres à partir desquels les prix des parts des fonds sont calculés ne tiennent pas compte des informations boursières les plus récentes. Cela se produit généralement avec les fonds mutuels dont les portefeuilles contiennent une grande proportion de titres étrangers échangés sur des marchés qui ferment plus tôt que les bourses nord-américaines, comme les fonds asiatiques, européens et internationaux.

Par exemple, le cours de clôture d'actions étrangères négociées sur une place boursière asiatique (qui ferme à 1 h 30 HE, par exemple) aura été déterminé 14,5 heures avant la fermeture des marchés nord-américains et le moment auquel le fonds détenant ces

⁶⁸ CVMO 2005, p. 4. Les fonds mutuels des États-Unis sont plus susceptibles de faire l'objet d'opérations tardives que ceux du Canada en raison de différences réglementaires. Au Canada, les ordres d'achat et de vente sont considérés comme étant reçus à partir du moment où un gestionnaire de fonds les reçoit. Aux États-Unis, ces ordres sont considérés reçus dès qu'ils sont transmis à un courtier. Un courtier peut ainsi recevoir un ordre avant la fermeture des marchés et l'acheminer plusieurs heures plus tard à un gestionnaire, ce qui complique l'identification des cas d'opérations tardives. Au Canada, les opérations sur les fonds mutuels sont traitées par des banques à charte ou par l'agence de compensation FundSERV Inc. Celle-ci est dotée de mécanismes automatisés d'horodatage incontournables. « Les ordres reçus après 16 h HE sont automatiquement placés en attente et traités le lendemain. Il serait donc impossible, comme aux États-Unis de tirer profit rétroactivement d'informations disponibles après 16 h avec l'aide d'un courtier, lesquels traitent l'horodatage. Dès modification ont donc été proposées à l'*Investment Company Act* pour limiter les opérations tardives en fixant 16 h HE comme limite pour la réception d'un ordre traité au prix en cours par le gestionnaire ou un organisme de compensation ». CVMO 2005, p. 4-5.

actions étrangères calcule sa valeur liquidative. En raison de cet écart, le cours de clôture des actions étrangères utilisé afin de calculer la valeur liquidative du fonds peut être périmé. Par conséquent, la valeur liquidative du fonds (et sa valeur liquidative par titre), calculée à partir de ce cours de clôture, peut aussi être périmée⁶⁹.

Il existe généralement une importante corrélation entre le cours des actions échangées sur les parquets nord-américains pour une journée donnée et le cours des actions des marchés étrangers du jour suivant. Les investisseurs qui pratiquent la répartition des titres tentent aussi de tirer profit de ce délai dans l'information pour anticiper l'évolution des cours du lendemain. Ils acquièrent ainsi des parts de fonds mutuels à une valeur liquidative constituée par des cours de titres étrangers périmés et les revendent rapidement dès que les cours étrangers ont monté et entraîné une hausse de la valeur liquidative des fonds mutuels.

Pour illustrer et clarifier le fonctionnement de la répartition de titres, nous empruntons un exemple à Karen Howlett, journaliste au *Globe and Mail*⁷⁰. Supposons un fonds mutuel d'actions asiatiques gérant 100 millions de dollars en actifs répartis dans un ensemble de titres de compagnies listées sur les marchés japonais. Lors d'un après-midi où les marchés nord-américains sont en hausse, un gestionnaire de *hedge fund* analyse les cours et déduit que les actions japonaises suivront la tendance américaine lorsque les marchés asiatiques ouvriront le jour suivant. Peu avant la fermeture des marchés nord-américains, ce gestionnaire achète une valeur de 50 millions de dollars en parts à notre fonds à 10 dollars chacune. Cette somme n'affecte pas immédiatement la valeur boursière du fonds, puisqu'elle est sous forme monétaire et n'est pas encore investie en titres. Comme les marchés de Tokyo ferment à 2 heures a.m. (heure de l'est), soit 14 heures avant ceux de New York et de Toronto, le prix des titres étrangers détenus par le fonds mutuels ne reflète pas encore la hausse. Supposons maintenant que les marchés de Tokyo montent de 10 % le jour suivant. Il en résulte que les parts de notre fonds mutuel passe de 10 à 11 dollars. La valeur de ce fonds est maintenant de 110 millions de dollars. La même journée, le gestionnaire de *hedge fund* vend ses parts au fonds à la nouvelle valeur liquidative de 11 dollars. Ce faisant, il empêche un profit de 3,3 millions, ce qui représente un tiers des gains enregistrés par notre fonds

⁶⁹ CVMO 2005, p. 6.

⁷⁰ HOWLETT 2004, p. B4.

mutuel. « In essence, he has deprived the fund's long-term investors of the full value of the increase in their securities. This is unfair to these investors because it was their money that actually financed the investments that produced the profits. Yet the market timer got to share in the profits even though his investment didn't generate any return for the fund⁷¹ ».

4.2.2 Les deux classes d'investisseurs dans les fonds mutuels

Suite aux révélations de pratiques répandues d'opérations tardives et de répartition des titres touchant plusieurs fonds mutuels américains, et au scandale qu'elles ont provoqué en 2003, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario lance une enquête afin de vérifier si les pratiques d'anticipation ont cours au Canada. Le rapport de la commission rendu public en 2005 indique qu'il n'y a pas de preuve d'opérations tardives au Canada contrairement aux États-Unis, mais confirme des cas de répartition des titres chez plusieurs gestionnaires de fonds, dont 8 des 10 plus importants. 5 d'entre eux – AGF Funds Inc., AIC Limited, C.I. Mutual Funds Inc., Franklin Templeton Investments Corp. et I.G. Investment Management, Ltd. – et d'importants courtiers de Bay Street acceptent de verser 205,6 millions de dollars aux investisseurs ayant subis de préjudices suite à une entente avec la commission.

Les opérations à court terme sur les parts de fonds mutuels ne sont pas illégales en soi et peuvent avoir d'autres motifs que la répartition des titres par anticipation des marchés. Cependant, lorsqu'elles sont fréquentes, elles causent des préjudices à la majorité des détenteurs de parts qui ne les pratique pas. Le rapport de la CVMO identifie plusieurs torts causés aux fonds mutuels par les opérations de répartition des titres. Ces pratiques provoquent d'abord une dilution de la valeur des placements des autres détenteurs de parts. Elles contribuent également à l'augmentation des frais de courtage. Elles nuisent finalement à l'efficacité de la gestion et perturbent la stratégie de placement des fonds mutuels en les forçant au maintien de réserves monétaires afin d'assurer le rachat des parts. Si ces pratiques affaiblissent le rendement à long terme des fonds, elles permettent aux investisseurs qui les

⁷¹ HOWLETT 2004, p. B4.

adoptent de décrocher des gains fortement supérieurs à ceux qu'obtiennent les investisseurs optant pour des placements à long terme pendant la même période.

Même si elles sont légales, ces pratiques mettent en cause l'intégrité des gestionnaires de fonds mutuel qui les tolèrent. Selon le droit ontarien des valeurs mobilières, un gestionnaire doit superviser les placements avec : « [...] honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts du fonds mutuel. Ce faisant, il doit s'acquitter de ses fonctions avec la prudence, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable placée dans des circonstances semblables⁷² ». La commission juge en effet qu'en vertu de leur devoir de fiduciaire, les gestionnaires doivent considérer la perturbation ou les préjudices que peuvent subir leurs fonds et leurs investisseurs à partir des pratiques d'investisseurs particuliers recourant à l'anticipation des marchés financiers. Il est ainsi attendu que les gestionnaires prennent des mesures pour protéger les fonds des torts causés par des répartitions des titres fréquentes, ce qu'ils n'ont pour la plupart pas fait en permettant que des centaines de millions de dollars soient siphonnés des fonds mutuels canadiens par des *hedge funds* sur une période de 5 ans. Au contraire : [...] the industry itself may have inadvertently encouraged much of the trading through the creation of a class of funds that makes it easy for investors to switch in and out of funds owned by the same company and earn profits without paying capital gains taxes⁷³ ».

Le cas de la répartition des titres remet également en question le principe selon lequel aucun groupe d'investisseurs ne doit bénéficier d'un traitement de faveur au détriment des autres à l'intérieur d'un fonds mutuel. Il révèle que certains investisseurs participant aux fonds mutuels ont un accès à un grand capital, à des ressources importantes de collecte et d'analyse d'informations financières et probablement à une certaine proximité avec les gestionnaires⁷⁴.

⁷² CVMO 2005, p. 4.

⁷³ HOWLETT, 2004, p. B4.

⁷⁴ Le rapport de la commission souligne que certains gestionnaires acceptaient les opérations de répartition des titres : « [...] par suite d'une entente écrite officielle ou d'une approbation tacite (c.-à-d. en omettant de prendre des mesures dynamiques afin de décourager et, en fin de compte, de faire cesser l'opération non conforme). Ces ententes non divulguées définissaient souvent certains paramètres à l'intérieur desquels il était possible de se livrer à des activités fréquentes de répartition des titres (p. ex., limites sur les montants et la fréquence des opérations). Ces mesures protégeaient les fonds contre certains coûts dont les gestionnaires de fonds reconnaissaient

Ils disposent ainsi, contrairement aux autres investisseurs, de la capacité d'agir « rétroactivement » dans les fonds en profitant d'informations disponibles après la fermeture des places financières ou en anticipant ces informations et en profitant du retard dans l'actualisation de la valeur liquidative des fonds.

Les fonds mutuels où la répartition des titres est tolérée sont donc marqués par une asymétrie entre les investisseurs professionnels qui en profitent et les autres qui la subissent tout en finançant indirectement par leurs placements à long terme le profit réalisé à court terme. « [...] there are two classes of investors: rank-and-file Canadians building their retirement nest eggs and a select few market professionals ramping up a fund's costs and diluting its returns by rushing in and out⁷⁵ ». Le cas de la répartition des titres révèle que plusieurs gestionnaires de fonds se situent, avec certains courtiers, du côté des investisseurs professionnels qui la pratiquent. Ils sont probablement attirés par les frais de gestion et les commissions qu'ils peuvent en tirer, de même qu'ils sont vraisemblablement incités à la tolérer par le contexte de fortes pressions aux performances à court terme institués dans leur mode d'évaluation et la difficile rétention des investisseurs suite à l'éclatement de la bulle de 2001.

Cette division entre ce que l'on pourrait désigner d'élite financière et d'épargnant de masse met également en évidence une contradiction dans le discours mis de l'avant par les fonds mutuels pour justifier leur fonction de collecte et de valorisation de l'épargne des petits investisseurs par le financement de l'économie.

Mutual fund firms tell investors to "buy and hold." But under the watchful eye of fund managers, sophisticated market professionals have been given free reing to zip in and out of some of Canada's biggest funds, carefully timing their trades and scooping up hundreds of millions of dollars in quick profits – money that belongs to the funds' long-term investors. [...] Market timing is the very antithesis of the buy-and-hold

l'existence. Cependant, comme nos constatations l'ont révélé, ces mesures n'ont pas placé les fonds à l'abri de tous les coûts (et en particulier des coûts liés à la dilution) résultant des activités fréquentes de répartition des titres ». CVMO 2005, p. 18-19.

⁷⁵ HOWLETT 2004, p. B4.

strategy preached by the industry, which has flourished by promoting mutual funds as stable investment havens⁷⁶.

Finalement, l'enquête de la CVMO témoigne des ratés de l'auto-réglementation de l'industrie des fonds mutuels évoquée dans le chapitre II. La répartition de titres ne fut pas freinée par l'IFIC, ni par les autres organismes à qui des pouvoirs ont été délégués. Au contraire, en 2001, l'Institut restreint à ses membres l'accès auparavant public à ses rapports mensuels chiffrant les achats et les ventes de parts des fonds mutuels qu'il représente. Cela complique, pour les investisseurs, l'identification des fonds affichant un important taux d'achats et de ventes rapides pouvant affecter les rendements à long terme. Cependant, même lorsque les régulateurs publics identifient les manquements des gestionnaires, les conséquences sont de faible importance. Dans son enquête, la CVMO adopte une attitude protectrice et préventive plutôt que corrective et punitive. Elle n'engage pas de poursuite envers les investisseurs pratiquant la répartition des titres – ceux-ci ne sont soumis à aucun devoir de prudence – ni auprès des 5 principaux gestionnaires ciblés au fil de l'enquête. Son rapport souligne par ailleurs que ces derniers délèguent dans plusieurs cas à des tiers la fonction d'agent des transferts. Les gestionnaires sont tout de même responsables en dernière instance des activités de répartition des titres dans leurs fonds et acceptent, suite à une entente à l'amiable, de payer des dédommagements supérieurs à l'estimation des honoraires empochés. Sans réellement désigner de coupables, ni remettre en cause l'auto-réglementation, ni proposer une réforme réglementaire significative, la CVMO affirme être convaincue : « [...] que ces paiements, combinés aux dommages à la réputation déjà subis par les cinq gestionnaires en cause, dissuaderont tous les gestionnaires de fonds de se livrer à des comportements qui pourraient nuire aux personnes investissant dans les fonds⁷⁷ ».

⁷⁶ HOWLETT 2004, p. B4.

⁷⁷ CVMO 2005, p. 21.

CONCLUSION

Deux objectifs étaient visés par ce mémoire. Le premier était de contribuer à l'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé à partir d'une étude de cas des fonds mutuels canadiens. Le second était d'évaluer dans quelle mesure ces fonds peuvent être interprétés comme des organisations financières de masse. Ces deux objectifs s'inséraient dans le cadre d'un débat concernant les implications sociologiques de la diffusion de la participation des ménages aux marchés financiers à partir de l'investissement de leur épargne, débat que nous avons tenté d'éclairer à partir d'une approche historique et institutionnaliste.

Afin de remplir le premier objectif, nous avons tout d'abord décrit les fonds mutuels – et les transformations de la nature et des affectations de l'épargne qu'ils impliquent – comme objet de recherche en sociologie économique. Nous avons ensuite présenté une revue de la littérature sur la catégorie générique des investisseurs institutionnels. Celle-ci a donné à voir une polarisation entre les auteurs qui identifient, à partir de la montée des fonds, une forme de démocratisation financière, et ceux qui y associent plutôt un déploiement de la puissance financière sur l'ensemble des acteurs économiques, s'effectuant globalement au détriment des épargnants censés profiter de la révolution de la gestion pour tiers. Nous avons ensuite situé les fonds mutuels dans le processus de financiarisation en indiquant qu'ils constituent un de ses acteurs centraux par l'intermédiation financière qu'ils mettent en forme. Cette problématisation des fonds a par la suite été fondée dans le cadre théorique guidant notre analyse de la financiarisation. Rappelons que celui-ci prend la forme de deux modèles qui schématisent le rôle et la portée des rapports financiers dans l'ensemble de l'économie à partir d'une approche circuitiste. Le premier modèle, qui correspond au capitalisme managérial et au fordisme, est caractérisé par une forte cohérence de la circulation industrielle, laquelle est relativement isolée des exigences financières (fig. 1.6). Le modèle qui lui succède historiquement est le régime d'accumulation financiarisée. Ce régime illustre

une reconfiguration des rapports entre la circulation industrielle et la circulation financière, cette dernière déterminant les moments structurants de la première (fig. 1.7). Le concept d'encastrement hiérarchique nous a finalement permis de formaliser notre compréhension de la financiarisation comme détermination de l'ensemble des rapports économiques à partir des exigences de la finance. Ce deuxième modèle nous a aussi permis de cerner le rôle central que jouent les fonds mutuels dans le processus de financiarisation en articulant le pôle de l'épargne à celui des placements, tout en court-circuitant les dépôts bancaires.

À partir de cette mise en place des fondements théoriques et méthodologiques de l'analyse de la financiarisation, nous avons restitué des modalités empiriques du développement des fonds mutuels canadiens en tant qu'intermédiaires financiers agissant comme vecteurs de la financiarisation. Nous avons proposé une typologie historique des fonds centrée sur les formes organisationnelles et institutionnelles de ces derniers. Nous avons d'abord présenté leur genèse en étudiant les fonds fermés britanniques, américains et canadiens en tant que prédécesseurs des fonds mutuels. Nous avons constaté comment leur modèle s'est mis en place dans le contexte financier particulier de la fin du XIXe siècle, pour ensuite connaître un essor phénoménal dans les années 1920 et s'effondrer avec la crise de 1929. Les fonds mutuels leur succédant ont été décrits comme un ajustement des compagnies d'investissement tenant compte des leçons du krach. Nous avons ensuite suivi le développement et la consolidation de ces fonds dans la croissance d'après-guerre tout en indiquant que leur portée était limitée par la marginalité de la finance relevant du régime d'accumulation managérial et fordiste. C'est avec la mise en place du régime d'accumulation financiarisée et des transformations concomitantes dans la régulation politique que nous avons constaté le véritable essor des fonds mutuels. Cet essor a été associé à la captation de l'épargne des ménages confrontés à la prise en charge du financement des retraites, encouragés par des incitatifs fiscaux et attirés par les fortes performances boursières des années 1990.

Ce développement des fonds fut également campé au sein d'une industrie fortement concentrée et contrôlée dès sa naissance par l'élite économique et politique, puis par

l'oligopole des institutions financières canadiennes. Il fut par ailleurs noté que les fonds mutuels constituent des véhicules financiers opaques, soumis à peu de contraintes dans leur gouvernance et dont l'encadrement est marqué par l'auto-réglementation.

Nous avons aussi relevé un discours de légitimation transcendant les périodes de genèse, de consolidation et d'explosion des fonds mutuels. Dès les premiers fonds fermés, le concept de la délégation de la gestion et de la constitution d'un fonds à partir de petites cotisations est justifié comme permettant aux petits investisseurs de bénéficier de la même répartition du risque et des possibilités de rendement qui s'offrent aux investisseurs détenant de larges capitaux. S'ajoute à cette légitimation dans la croissance d'après-guerre, des fonctions de financement du développement national, de protection contre les risques sociaux, de même que d'intégration sociale et politique des travailleurs par le biais de la détention d'actifs financiers. Dans la période d'intensification de la marchandisation des fonds, ceux-ci participent à la banalisation et à la normalisation de l'investissement en bourse. Par le truchement d'un imposant dispositif de publicité dans tous les médias et d'un important réseau de distribution et de vente agressive, ils mettent notamment de l'avant les avantages fiscaux qu'ils représentent et les possibilités de gains élevés les distinguant des autres produits d'épargne. Ce discours de légitimation que les fonds mettent en place a finalement été confronté à leur distribution réelle pour constater que leur détention demeure longtemps concentrée parmi les individus les plus riches et que leur plus forte croissance correspond à une période d'accroissement marquée des inégalités.

À partir de cette étude de cas, qui répondait en soi à un déficit de connaissance dans l'analyse de la financiarisation, nous nous sommes tourné vers la question théorique de la massification. Nous avons d'abord situé celle-ci en lien avec le débat sur les implications de la financiarisation de l'épargne exposé dans notre revue de la littérature, en précisant que notre lecture du développement des fonds semblait invalider la thèse de la démocratisation. Nous avons ensuite tenté de préciser, devant le discours équivoque observé à cet égard, le caractère de masse attribuable aux fonds mutuels. Il s'est dégagé de cet exercice que la massification peut tout d'abord renvoyer au mutualisme et à l'indifférenciation comme

principes de constitution formelle des fonds. Nous référerions en ce sens à l'épargne de masse en tant qu'objet pour décrire la totalité formée à partir des cotisations particulières et évoluant comme telle sur les marchés. En explorant davantage la dimension sociologique de la problématique de la massification, nous avons ensuite considéré l'épargne *des masses*. Nous avons ainsi identifié la nécessité d'explorer davantage les antagonismes de type élite/masse et leurs formes d'organisation dans les fonds mutuels. Sur cette question, nous nous sommes fondé sur un renouvellement des études des élites qui conçoit les intermédiaires financiers – parmi lesquels nous trouvons les fonds mutuels tel qu'explicité au chapitre I – comme les élites du capitalisme contemporain.

Les conclusions que nous avons tirées de notre délimitation du concept de massification pour l'interprétation des fonds mutuels et de la financiarisation de l'épargne ont finalement été exemplifiées par une présentation de la forme juridique de la fiducie et des stratégies d'investissement reposant sur l'anticipation des marchés financiers. Celles-ci ont été proposées en tant que manifestation d'une opposition économique structurelle entre les épargnants de masse et l'élite financière. Dans ces deux cas, nous avons constaté, d'une part, l'autonomie et l'activité des gestionnaires des fonds mutuels et des gestionnaires de *hedge funds* lorsque ceux-ci cotisent dans les fonds mutuels et, d'autre part, la passivité des épargnants déléguant le contrôle de leurs actifs financiers. Nous avons en effet observé que cette opposition des manières de se rapporter aux placements est inscrite dans le droit de la fiducie tel que libéralisé et « financiarisé » suite à des réformes. Par la suite, le cas de la répartition des titres a illustré que même lorsque que sont révélés des manquements flagrants au devoir de prudence et au rôle de fiduciaire – déjà dilué et dégagé d'une obligation de rendement – les réprimandes sont peu sévères et ne remettent pas en cause l'encadrement des fonds mutuels¹.

¹ Étant traités au criminel, les cas de fraudes entraînent des peines plus sévères sans toutefois provoquer de profonde remise en question de l'encadrement des fonds mutuels. En effet, dans les cas où ils sont amenés devant les tribunaux et discutés dans l'espace public, ils sont généralement traités en des termes personnels et moraux (cupidité, trahison, complot etc.). Nous avons choisi de ne pas nous attarder à ces cas – dont celui de Vincent Lacroix et de la société Norbourg est emblématique – pour nous concentrer sur les antagonismes structurels qui demeurent dans les limites du droit.

Les exemples de la fiducie et de l'anticipation des marchés ont finalement illustré que : l'élite financière dispose de ressources et d'instruments financiers différant de ceux des épargnants de masse ; qu'elle contrôle et tire profit de la gestion de l'épargne de ces derniers ; qu'elle permet et facilite les stratégies spéculatives de certains investisseurs au sein même des fonds mutuels, et ce, au détriment des épargnants se rapportant aux fonds dans la logique du placement à long terme selon laquelle ils sont supposés être gérés.

Bien que les fonds nous soient d'abord apparus comme des masses indifférenciées constituées de flux d'épargne convertis en capital, la signification sociologique du concept de masse a attiré notre attention sur les rapports différenciés et contradictoires que des cotisants peuvent entretenir à un même fonds. Si cette observation de rapports antagoniques aux fonds a relativisé l'idée du fonds comme masse d'épargne financiarisée et indifférenciée, elle a renforcé l'interprétation de l'entrée des masses sur les marchés financiers par le biais des modalités organisationnelles et institutionnelles qui relèvent d'un schéma élite/masse. Formulée plus simplement, notre étude de la financiarisation et de la massification de l'épargne a donné à voir que, dans les fonds mutuels canadiens, tous les investisseurs sont égaux, mais que certains y sont plus égaux que d'autres.

Il convient de rappeler que les rapports entre les gestionnaires de fonds et leurs cotisants ont été ramenés à une opposition de type élite/masse à partir de caractéristiques formelles institutionnalisées, et ce, dans le but de lever une équivoque récurrente dans la littérature. Cependant, comme nous l'avons déjà sommairement indiqué en traitant de la distribution des fonds, de la hausse des inégalités de richesse dans le cadre de la financiarisation et des différentes cultures financières s'observant autour des fonds, il faudrait à présent tenter de mettre cette opposition en relation avec une étude plus générale de la stratification sociale dans le cadre du capitalisme financier contemporain. Il serait en effet pertinent de vérifier si des correspondances sociales, culturelles ou politiques de cet antagonisme formel peuvent être observées. À cet égard, les propositions de la deuxième partie de ce mémoire nécessiteraient d'être complétées par une approche en termes de classes. Ce faisant, nous pourrions tenter de conserver les catégories d'épargnant de masse et d'élite financière pour

vérifier, par exemple, si elles se manifestent dans une quelconque forme de conscience de classe. Cette approche permettrait sans doute de nuancer l'homogénéité que l'approche élite/masse confère à ces deux groupes. Il serait par exemple intéressant de vérifier si le rapport à l'investissement de la couche supérieure de la classe moyenne – qui cotise dans la plus grande proportion aux fonds mutuels – diffère de celui de la couche inférieure. Pareillement, nous pourrions approfondir l'analyse des fonctions impliquées dans la gestion des fonds et vérifier qui, toujours d'un point de vue de stratification sociale, les occupent et en quoi elles consistent par rapport au contrôle des actifs. Sur cette question, une approche qualitative pourrait nous permettre de déterminer comment les gestionnaires se représentent par rapport aux gestionnaires de *hedge funds*, à ceux d'autres véhicules financiers plus risqués et complexes ou encore aux épargnants participant à leurs fonds.

Si elles sont poursuivies, ces pistes de recherche devront cependant tenir compte de l'évolution de la crise du crédit évoquée en introduction. Les thèmes de la finance de masse et de la démocratisation des marchés ont émergé et pris sens dans un contexte boursier haussier attirant de nombreux petits épargnants. Des signes d'un important ralentissement économique, et non plus seulement financier, sont perceptibles alors que nous rédigeons la conclusion de ce mémoire. Ils se répercutent directement sur l'actif sous gestion des fonds qui connaît un important recul dû à la baisse de leur valeur boursière et au rachat d'un nombre considérable de parts en ce temps d'incertitude. La réponse politique à cette crise, la réaction des épargnants voyant fondre leur capitalisation et leurs effets combinés sur l'industrie des fonds mutuels risquent fort bien de modifier plusieurs aspects de ces intermédiaires financiers.

Nous avons étudié ces derniers dans le cadre d'un programme d'analyse de la financiarisation centrée sur la participation des ménages aussi bien comme débiteurs que comme créanciers. Bien que la crise actuelle semble confirmer notre conceptualisation de ce processus, elle appelle aussi à une redéfinition de ce programme de recherche dont l'objet est en pleine mutation.

BIBLIOGRAPHIE

AMF 2006 – Autorité des marchés financiers, « La protection des épargnants au Québec », *Site de l'Autorité des marchés financiers*, mémoire présenté dans le cadre des travaux préliminaires de la Commission parlementaire des finances publiques, [En ligne], <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/bulletin-publications/memoire23janvier06.pdf>, mis en ligne le 23 janvier 2006, consulté le 6 mars 2007.

ANONYME 1932 – Anonyme, « Canada in Trust », *Time*, vol. 20, no 25, (19 décembre 1932), [En ligne], <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,753523,00.html>, consulté le 12 mai 2007.

ANONYME 2003 – Anonyme, « Finance And Economics : Risk management for the masses ; Economics focus », *The Economist*, vol. 366, no 8316, (22 mars 2003), p. 91.

ANONYME 2007 – Anonyme, « Insurance », *The Columbia Encyclopedia*, 2007, [En ligne], <http://www.bartleby.com/65/in/insuranc.html>, consulté le 8 octobre 2008.

ANONYME 2008a – Anonyme, « Foreign and Colonial Investment Trust reaches 140-year milestone », *Easier finance*, [En ligne], <http://www.easier.com/view/Finance/Investments/Trusts/article-167016.html>, mis en ligne le 10 mars 2008, consulté le 8 octobre 2008.

ANONYME 2008b – Anonyme, « Getting it right on the money : A global crusade is under way to teach personal finance to the masses », *The Economist*, vol. 387, no 8574, (5 avril 2008), p. 83.

ARENDRT 2002 (1951) – Arendt, Hannah, « Une société sans classes », *Les origines du totalitarisme*, Paris, Gallimard, 2002 (1951), p. 611-655.

AUDINOT 2007 – Audinot, Jean-Pierre, « Assurance », *Encyclopaedia Universalis*, 2007, [En ligne], <http://www.universalis-edu.com/article2.php?napp=5342&nref=C000117>, consulté le 9 octobre 2008.

BAUDRU, LAVIGNE et MORIN 2001 – Baudru, Daniel, Stéphanie Lavigne et François Morin, « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains », *La revue d'économie financière*, no 61, (mai 2001), p. 121-134.

BEAUCHEMIN, BOURQUE et DUCHASTEL 1995 – Beauchemin, Jacques, Gilles Bourque et Jules Duchastel, « Du providentialisme au néolibéralisme : de Marsh à Axworthy. Un nouveau discours de légitimation de la régulation sociale », *Cahiers de recherche sociologique*, no 24, (1995), p. 15-47.

BÉDARD et GRIGNON 2000 – Bédard, Marcel et Louis Grignon, « Aperçu de l'évolution du marché du travail au Canada de 1940 à nos jours », *Site de Ressources humaines et Développement social Canada*, 2000, [En ligne], <http://www.rhdsc.gc.ca/fr/sm/ps/rhdc/rpc/publications/recherche/2000-002533/ARB199.pdf>, mis en ligne en 2001, consulté le 20 octobre 2008.

BELL 2000 (1960) – Bell, Daniel, « America as a mass society : a critique », *The end of ideology. On the exhaustion of political ideas in the fifties*, Cambridge, Harvard University Press, 2000 (1960), p. 21-28.

BERLE 1968 – Berle, Adolf A., « Property, Production and Revolution », préface in Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, Brace & World, 1968, p. viii-xxvii.

BOURDIEU, HEILBRON et REYNAUD 2003 – Bourdieu, Jérôme, Johan Heilbron et Bénédicte Reynaud, « Les structures sociales de la finance », *Acte de la recherche en sciences sociales*, no 146-147, (mars 2003), p. 3-7.

BOYER 2004 – Boyer, Robert, *Théorie de la régulation. 1. Les fondamentaux*, Paris, La Découverte, 2004.

BRAGG *et. al.* 2007 – Bragg, Ian *et al.*, *A Survey of Canadian Mutual Funds on Proxy Voting, The Social Investment Organization*, 2007, [En ligne], <http://www.socialinvestment.ca/publications.htm>, consulté le 13 octobre 2007.

BRANDON 1993 – Brandon, Priscilla, « Money manager for the mighty makes a buck for the masses », *Kiplinger's Personal Finance Magazine*, vol. 47, no 1, (janvier 1993), p. 20-23.

BROWN 2003 – Brown, Catherine, « Propriété effective et *Loi de l'impôt sur le revenu* », *Revue fiscale canadienne*, vol. 51, no 1, (2003) p. 454-520.

BULLOCK 1959 – Bullock, Hugh, *The History of Investment Companies*, New York, Columbia University Press, 1959.

BUREAU DE LA CONSOMMATION CANADA 2005 – Bureau de la consommation Canada, Industrie Canada, « Rapport sur les tendances en consommation », *Site d'Industrie Canada*, document de recherche, 2005, [En ligne], <http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/fr/ca02088f.html>, consulté le 3 septembre 2008.

CALLON 2007 – Callon, Michel, « What does it mean to say that economics is performative ? », in Mackenzie, D., F. Muniesa et L. Siu (dir.), *Do Economists Make Markets ? On the Performativity of Economics*, Princeton, Princeton University Press, p.311-357.

CANETTI 1966 (1960) – Canetti, Elias 1966, *Masse et puissance*, Paris, Gallimard, 1966 (1960).

CHURCH 2004 – Church, Elizabeth, « Who's standing up for the investor? », *Globe and Mail*, (22 juin 2004), p. B9.

CISFC s. d. – Canadian Investment Funds Standards Committee, « Historical Category Definitions », *Site du CIFSC*, [En ligne], <http://www.cifsc.org/en/historicaldefinitions.php>, consulté le 20 juillet 2008.

COPULSKY 1997 – Copulsky, Erica, « Wall street brings LBO funds to the masses », *The Investment Dealers' Digest : IDD*, vol. 63, no 44, (3 novembre 1997), p. 15.

CORNU 2006 – Cornu, Gérard (dir.), « Trust », *Vocabulaire juridique*, Paris, Quadrige, 2006, p. 922.

COUTU 2006 – Coutu, Benoît, « Le chat et la souris. Prolégomènes pour une discussion sur les notions de pouvoir et de puissance dans la financiarisation du capitalisme avancé », *Site de la Chaire de recherche du Canada en mondialisation, citoyenneté et démocratie*, document de travail, [En ligne], http://www.er.uqam.ca/nobel/ieim/article-chairemcd.php?id_article=3229, mis en ligne le 1^{er} janvier 2006, consulté le 5 octobre 2007.

CVMO 2005 – Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, « Rapport sur l'examen des pratiques commerciales relatives aux fonds mutuels », *Site de la CVMO*, [En ligne], http://www.osc.gov.on.ca/HotTopics/FundSettle/fs_20050317_probe-rpt_fr.pdf, mis en ligne en mars 2005, consulté le 13 août 2006.

DRUCKER 1976 – Drucker, Peter, *Unseen Revolution : How Pension Fund Socialism Came to America*, New York, Harper and Row, 1976.

EL MAKKAOUI DE FREITAS 2007 – El Makkaoui de Freitas, Najat, « Investisseurs institutionnels », *Encyclopaedia Universalis*, 2007, [En ligne], <http://www.universalis-edu.com/article2.php?napp=26902&nref=T010056>, consulté le 4 mai 2008.

EMERICH 2006 – Emerich, Yaël, *La propriété des créances : approche comparative*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2006.

E. N. D. 1918 – E. N. D., « The Statute of Uses and Active Trusts », *Michigan Law Review*, vol. 17, no 1, (novembre 1918), p. 87-90.

ERLICHMAN 2000 – Erlichman, Stephen I., « Making it Mutual : Aligning The Interests of Investors and Managers : Recommendations for a Mutual Fund Governance Regime », rapport produit pour les Canadian Securities Administrators, [En ligne], http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op_20000727_makingitmutual.pdf, mis en ligne le 27 juillet 2000, consulté le 17 octobre 2008.

ESPING-ANDERSEN 1999 – Esping-Andersen, Gosta, « Les trois économies politiques de l'État-providence », *Les trois mondes de l'État-providence : Essai sur le capitalisme moderne*, Paris, Presses Universitaires de France, 1999, p. 21-49.

EWALD 1986 – Ewald, Francois, *L'État providence*, Paris, Grasset, 1986.

FLIGSTEIN 1990 – Fligstein, Neil, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press, 1990.

FOLKMAN, FROUD, JOHAL *et al.* 2006 – Folkman, Peter, Julie Froud, Sukhdev Johal *et al.*, « Working for themselves ? : Capital market intermediaries and present day capitalism », *Site du Centre for Research on Socio-Cultural Change*, document de travail no 25, [En ligne],

http://www.cresc.ac.uk/publications/workingpapers/wp25_abs.htm, mis en ligne en novembre 2006, consulté le 23 juillet 2008.

FORTRAN et KLEIN 1970 – Fortran, Louis et Gérard Klein, *L'épargne des ménages*, Paris, Presses Universitaires de France, 1970.

FOUGÈRE 2002 – Fougère, Maxime, « RRSP Savings and the Aging of the Baby Boom Generation », *Canadian Tax Journal*, vol. 50, no 2, (2002), p. 524-549.

FRENKEN 1990 – Frenken, Hubert, « Le REER : une aide fiscale à l'épargne-retraite », *L'emploi et le revenu en perspective*, Statistiques Canada, vol. 2, no 4, (hiver 1990), [En ligne], www.statcan.ca/francais/studies/75-001/archive/f-pdf/f-9041.pdf, consulté le 28 mars 2008.

FROUD, HASLAM, JOHAN *et al.* 2000 – Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johan *et al.*, « Restructuring for shareholder value and its implication for labour », *Cambridge Journal of Economics*, no 24, (2000), p. 771-797.

FROUD, JOHAL et WILLIAMS 2002 – Froud, Julie, Sukhdev Johal et Karel Williams, « Financialisation and coupon pool », *Capital & Class*, no 78, (automne 2002), p. 119-151.

GEERT ROUWENHORST s. d. – Geert Rouwenhorst, K., « The Origins of Mutual Funds », *Site de la Yale School of Management*, [En ligne], <http://viking.som.yale.edu/geert/origins.html>, consulté le 7 octobre 2008.

GODECHOT 2006 – Godechot, Olivier, « Hold-up en finance. Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière », *Revue française de sociologie*, vol. 47, no 2, (2006), p. 341-371.

GROSH 1974 – Grosh, D., « Trustee Investment : English Law and the American Prudent Man Rule », *The International and Comparative Law Quarterly*, vol. 23, no 4, (octobre 1974), p. 748-768.

GROUPE DE TRAVAIL SUR L'AVENIR DU SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS 1998 – Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers, « Concurrence, compétitivité et intérêt public », *Site du Ministère des Finances Canada*, document d'information no 1, [En

ligne], http://www.fin.gc.ca/taskforce/rpt/pdf/BG1_F.pdf, mis en ligne le 15 septembre 1998, consulté le 30 août 2006.

GUEST 1993 – Guest, Dennis, *Histoire de la sécurité sociale au Canada*, Montréal, Boréal, 1993.

HAAR et LIEBMAN 1985 – Haar, Charles M. et Lance Liebman (dir), *Property and Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1985.

HARDIE et MACKENZIE 2007 – Hardie, Iain et Donald MacKenzie, « Assembling an economic actor : the *agencement* of a Hedge Fund », *The Sociological Review*, vol. 55, no 1 (février 2007), p. 57-80.

HARMES 2000 – Harmes, Adam, *Mass Investment : Mutual Funds, Pension Funds and the Politics of Economic Restructuring*, thèse de doctorat, Toronto, York University, 2000.

HARMES 2001 – Harmes, Adam, *Unseen Power : How Mutual Funds Threaten the Political and Economic Wealth of Nations*, Toronto, Stoddart, 2001.

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

HENDERSON 1910 – Henderson, Ernest F., *Select Historical Documents of the Middle Ages*, London, George Bell and Sons, 1910.

HIRSCH et O'CONNELL 1996 – Hirsch, James S. et Vanessa O'Connell, « Friends and Foes : Rise of Mass Market In Mutual Funds Fuels Schwab-Fidelity Feud – Firms See New Sales Channels, 'Self-Service' Investors As Key to Their Growth Is Darth Vader in Boston ? », *Wall Street Journal*, (23 septembre 1996), p. A.1.

HOWLETT 2004 – Howlett, Karen, « Select few reap unfair gain », *Globe and Mail*, (21 juin 2004), p. B4.

IFIC 1960-2008 – Institut des fonds d'investissement du Canada, *Industry Statistics*, base de données, [en ligne], <http://statistics.ific.ca/English/Reports/MonthlyStatistics.asp>, consultée de 2006 à 2008.

JAMMER 2006 – Jammer, Max, « Mass », *Encyclopedia of Philosophy*, Farmington Hills, Macmillan Reference USA, 2006, vol. 6, p. 2-5.

KATES SMITH 2006 – Kates Smith, Anne, « HEDGE funds for the masses », *Kiplinger's Personal Finance Mutual Funds*, (printemps 2006), p. 49-51.

KNIGHT 2007 – Knight, Rebecca, « Hands-On Investor : Future fund for the masses » *Financial Times*, (6 avril 2007), [En ligne], http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto040620071523301306, consulté le 6 mai 2008.

KNORR CETINA et PREDI 2005 – Knorr Cetina, Karin et Alex Preda, *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2005.

KORNHAUSER 1968 - Kornhauser, William, *The Politics of Mass Society*, Londres, Collier-Macmillan Limited, 1968.

LANGBEIN 1995 – Langbein, John H., « The Contractarian Basis of the Laws of Trust », *The Yale Law Journal*, vol. 105, no 3, (décembre 1995), p. 625-675.

LANGBEIN 1997 – Langbein, John H., « The Secret Life of the Trust : The Trust as an Instrument of Commerce », *The Yale Law Journal*, vol. 107, no 1, (octobre 1997), p. 165-189.

LA SECTION DES ENQUÊTES SUR LES PENSIONS ET LE PATRIMOINE 2006 – La section des enquêtes sur les pensions et le patrimoine, Statistiques Canada, « Le patrimoine des Canadiens : un aperçu des résultats de l'Enquête sur la sécurité financière », Statistiques Canada, [En ligne], <http://www.statcan.ca/francais/research/13F0026MIF/13F0026MIF2006001.pdf>, mis en ligne en décembre 2006, consulté 29 septembre 2008.

LAWRENCE SMITH 2003 (1924) – Lawrence Smith, Edgar, *Common Stocks as Long Term Investments*, Whitefish, Kessinger Publishing, 2003 (1924).

LEFRANÇOIS et GHELLER 2008 – Lefrançois, Maxime et Frantz Gheller, « Fordisme/postfordisme », Macleod, Alex, Evenlyne Dufault, F. Guillaume Dufour *et. al.*,

Relations Internationales : Théories et concepts, Montréal, Athéna Éditions, 2008, p. 163-168.

LIND 1995 – Lind, Michael, *The Next American Nation : The New Nationalism and the Fourth American Revolution*, New York, Free Press, 1995.

LOUNSBURY 2001 – Lounsbury, Michael, « Institutional investors », *International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences*, Oxford, Elsevier, 2001, vol. 2, p. 7550-7554.

MACKENZIE 2006 – MacKenzie, Donald, *An Engine, Not a Camera : How Financial Models Shape Markets*, Cambridge, MIT Press, 2006.

MAITLAND 1894 – Maitland, Frederic W., « The Origin of Uses », *Harvard Law Review*, vol. 18, no 3, (octobre 1894), p. 127-137.

MAITLAND 1904 – Maitland, Frederic W., « Trust and Corporation », *Zeitschrift für das Privat - und öffentliche Recht*, vol. 32, (1904), [En ligne], <http://www.efm.bris.ac.uk/het/>, consulté le 3 octobre 2007.

MARX 1901 (1867) – Marx, Karl, *Le Capital*, Paris, V. Giard & E. Brière, 1901 (1867), 3^e livre, tome I.

MINISTÈRE DES FINANCES CANADA 2003 – Ministère des finances Canada, « L'industrie des fonds communs de placement au Canada », *Site du Ministère des Finances Canada*, [En ligne], http://www.fin.gc.ca/toctf/2003/cmfi_f.html, mis en ligne en août 2003, consulté le 10 juillet 2006.

MINSKY 1993 – Minsky, Hyman P., « Schumpeter and Finance », in Biasco, Salvatore, Alessandro Roncaglia et Michele Salvati (dir.), *Market and Institutions in Economic Development : Essays in Honor of Paulo Sylos Labini*, New York, St. Martin's Press, 1993, p. 103-115.

MONTAGNE 2006a – Montagne, Sabine, « Le trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial », *Site de l'Association Recherches & Régulation*, document de travail no 2006-3, [En ligne], <http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/wp/index.html>, consulté le 12 novembre 2007.

MONTAGNE 2006b – Montagne, Sabine, *Les fonds de pension : entre protection sociale et spéculation financière*, Paris, Odile Jacob, 2006.

MORIN 2006 – Morin, François, *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Paris, Seuil, 2006.

MORISSETTE et ZHANG 2006 – Morissette, René et Xuelin Zhang, « Inégalité de la richesse : second regard », *L'emploi et le revenu en perspective*, Statistiques Canada, vol. 7, no 12, (décembre 2006), [En ligne], http://www.statcan.ca/francais/freepub/75-001-XIF/11206/art-1_f.pdf, consulté le 11 septembre 2008.

MORISSETTE, ZHANG et DROLET 2002 – Morissette, René, Xuelin Zhang et Marie Drolet, « L'évolution de l'inégalité de la richesse au Canada, 1984-1999 », *Site de Statistiques Canada*, [En ligne], <http://www.statcan.ca/francais/research/11F0019MIF/11F0019MIF2002187.pdf>, mis en ligne le 22 février 2002, consulté le 2 octobre 2008.

NADLER 1999 – Nadler, Richard, « The Rise of Worker Capitalism », *Site du Cato Institute*, Policy Analysis no 359, [En ligne], <http://www.cato.org/pubs/pas/pa-359es.html>, mis en ligne le 1^{er} novembre 1999, consulté le 6 février 2008.

NATIONAL CONFERENCE OF COMMISSIONERS OF UNIFORM STATE LAWS 1994 – National Conference of Commissioners of Uniform State Laws, *Uniform Prudent Investor Act*, 1995, [En ligne], <http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/fnact99/1990s/upia94.pdf>, consulté le 22 septembre 2007.

NEUFELD 1972 – Neufeld, E. P., *The Financial System of Canada*, Toronto, Macmillan of Canada, 1972.

OCDE 2004 – Organisation de coopération et de développement économiques, « Investisseurs institutionnels : annuaire statistique 1992-2001, édition 2003 », *SourceOECD Finance & Investment/Insurance & Pension*, vol. 2004, no 2, (2004), [En ligne], http://www.oecd.org/document/11/0,3343,fr_2649_34247_25671115_1_1_1_1,00.html, consulté le 4 novembre 2007.

O'CONNOR 1999 – O'Connor, James, « Les fonds communs de placement au Québec et au Canada », *Écostat*, Institut de la statistique du Québec, (décembre 1999), [En ligne],

http://www.stat.gouv.qc.ca/publications/inst_financieres/pdf_bulletins/eco4_99.pdf, consulté le 17 septembre 2008.

ORTIZ 2005 – Ortiz, Horacio, « Évaluer, apprécier : les relations entre les brokers et gérants de fonds d'investissement », *Économie rurale*, no 286-287, (2005), p. 57-71.

PAKULSKI et WATERS 1996 – Pakulski, Jan et Malcolm Waters, *The Death of Class*, Londres, Sage, 1996.

PETIT 2006 – Petit, Pascal, « D'un capitalisme managérial... à l'autre », *Innovations*, no 23, (janvier 2006), p. 49-69.

PINEAULT 1998 – Pineault, Éric, *La Banque du Canada et la dissolution de l'État providence canadien : éléments pour une sociologie de la régulation monétaire*, mémoire de maîtrise, Montréal, Université du Québec à Montréal, 1998.

PINEAULT 2002 – Pineault, Éric, *Capital financier et financiarisation du capitalisme : une contribution institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*, thèse de doctorat, Montréal / Paris, Université du Québec à Montréal / École des hautes études en sciences sociales, 2002.

PINEAULT 2005a – Pineault, Éric, « Le développement du capitalisme financier : une redéfinition du rapport économie et société dans le contexte de la mondialisation ». Programme de recherche du CAFCA, Montréal, Université du Québec à Montréal, 2005.

PINEAULT 2005b – Pineault, Éric, « Overclass et financiarisation : comment la finance contribue à l'accroissement des inégalités au Canada », *Site de la Chaire de recherche du Canada en mondialisation, citoyenneté et démocratie*, notes de conférences, [En ligne], http://www.er.uqam.ca/nobel/ieim/article-chairemcd.php3?id_article=3185, mis en ligne le 12 octobre 2005, consulté le 19 avril 2008.

PINEAULT 2006 - Pineault, Éric, « Quel régime d'accumulation ? : L'inflexion financière du capitalisme canadien, éléments théoriques et empiriques », *Site de la Chaire de recherche du Canada en mondialisation, citoyenneté et démocratie*, notes de conférence, [En ligne], http://www.er.uqam.ca/nobel/ieim/article-chairemcd.php3?id_article=3080, mis en ligne le 1^{er} avril 2006, consulté le 12 octobre 2008.

PINEAULT 2008 – Pineault, Éric, « The Social Structures of Financialised Accumulation : a contribution to the analysis of capitalist finance », *Site de la Chaire de recherche du Canada en mondialisation, citoyenneté et démocratie*, document de travail, [En ligne], http://www.er.uqam.ca/nobel/ieim/article-chairemcd.php3?id_article=4205, mis en ligne le 13 mars 2008, consulté le 20 juin 2008.

PORTER 1965 – Porter, John, *The Vertical Mosaic : an Analysis of Social Class and Power in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1965.

POUND 1922 – Pound, Roscoe, *An Introduction to the Philosophy of Law*, New Haven, Yale University Press, 1922.

RBC 2007 – RBC Gestion d'Actifs, « Fonds RBC 2007 Prospectus simplifié », *Site de RBC Gestion d'Actifs*, [En ligne], <http://www.rbcga.com/>, mise en ligne en 2007, consulté le 25 avril 2007.

REY 2000 – Rey, Alain (dir.), « Masse », *Le nouveau Petit Robert : Dictionnaire alphabétique et analogique de la langue française*, Paris, Dictionnaires le Robert, 2000, 1530-1531.

RODGERS 1950 – Rodgers, John C., « Canada's Fastest-Growing Investment Medium », *Quarterly Review of Commerce*, vol. 15, no 1, (printemps 1950), p. 14-30.

SAEZ ET VEALL 2003 – Saez, Emmanuel et Michael Veall, « The Evolution of High Incomes in Canada, 1920–2000 », *Site du National Bureau of Economic Research*, Working Paper no 9607, [En ligne], www.nber.org/papers/w9607, mis en ligne en avril 2003, consulté le 4 août 2006.

SAUVIAT 2004 – Sauviat, Catherine, « Les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial », in François Chesnais (dir.), *La finance mondialisée*, Paris, La Découverte, p. 99-124.

SAVAGE et WILLIAMS 2008 – Savage, Mike et Karel Williams (dir.), *Remembering Elites*, Oxford, Blackwell, 2008.

SEC 1939 – Securities Exchange Commission, *Investment Trusts and Investment Companies*, Washington D. C., Government Printing Office, 1939, p. 276.

SHEFRIN 1999 – Shefrin, Hersh, *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston, Harvard Business School Press, 1999.

STARKY 2006 – Starky, Sheena, « Les banques et l'assurance : la vente au détail des produits d'assurance par les banques », *Site de la Bibliothèque du Parlement*, [En ligne], <http://www.parl.gc.ca/information/library/PRBpubs/prb05105-f.htm>, mis en ligne le 19 juin 2006, consulté le 3 septembre 2008.

STATISTIQUES CANADA 1961-2008 – Statistiques Canada, *Cansim*, base de données, [En ligne], <http://cansim2.statcan.ca>, consultée de 2006 à 2008.

STATISTIQUES CANADA 2008 – Statistiques Canada, « Étude : placements dans les REER », *Le Quotidien*, [En ligne], <http://www.statcan.ca/Daily/Francais/080222/q080222c.htm>, mis en ligne le 22 février 2008, consulté le 23 février 2008.

STROMBERG 1995 – Stromberg, Glorianne, « Regulatory Strategies for Mid 90's Recommendations For Regulating Investment Funds in Canada », *Site de la CVMO*, rapport produit pour les Canadian Securities Administrators, 1995, [En ligne], http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op_gloria.pdf, consulté le 12 juin 2006.

STROMBERG 1998 – Stromberg, Glorianne, « Investment Funds in Canada and Consumer Protection », *Site de la Small Investor Protection Association*, Rapport préparé pour Le Bureau de la consommation du Canada, 1998, [En ligne], http://www.sipa.ca/library/Documents/Stromberg_InvFunds-Oct1998.pdf, consulté le 8 septembre 2008.

TALLON 2003 – Tallon, Denis, « Trust », *Dictionnaire de la culture juridique*, Paris, Presses Universitaires de France, 2003, p. 1487-1480.

USEEM 1996 – Useem, Michael, *Investor Capitalism : How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*, New York, Basic Books, 1996.

WEBER 1971 (1921) – Weber, Max, *Économie et société*, Paris, Plon, 1971 (1921).

WRIGHT MILLS 1969 (1956) – Wright Mills, Charles, *L'Élite du pouvoir*, Paris, Maspero, 1969 (1956).

ZYLBERBERG 1986 – Zylberberg, Jacques, « Macroscopie et microscopie des masses », in Zylberberg, Jacques (dir.), *Masses et postmodernité*, Québec / Paris, Presses de l'Université Laval / Méridiens Klincksieck, 1986, p. 11-44.

WILGUS 1914 – Wilgus, H. L., « Corporations and Express Trusts as Business Organizations », *Michigan Law Review*, vol. 13, no 2, (décembre 1914), p. 71-99.

WILLIAMS 1988 – Williams, Raymond, *Keywords*, Londres, Fontana Press, 1988.

APPENDICE A

LES FIGURES

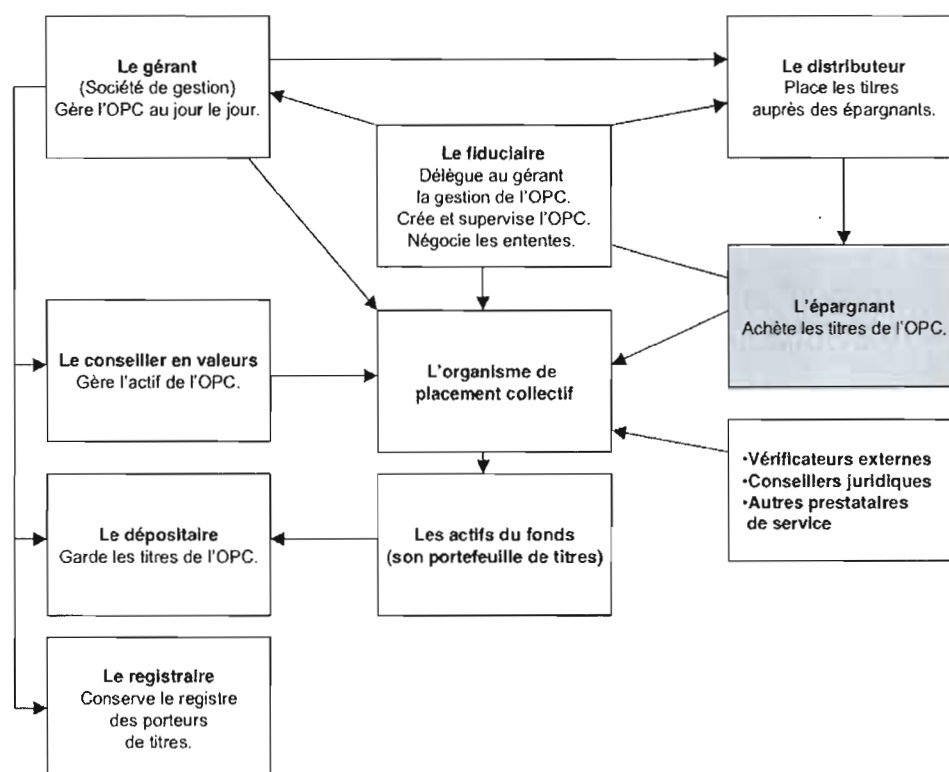


Figure 1.1 : Structure et fonctionnement des fonds mutuels¹.

Source : AMF 2006, p. 18.

¹ À l'exception de la vérification, ces fonctions peuvent et sont souvent cumulées par une ou quelques personnes dans le cas des petits fonds ou par une même organisation dans le cas de plus grands fonds. Cette situation représente une source de conflit d'intérêts potentiel pour les gestionnaires de fonds.

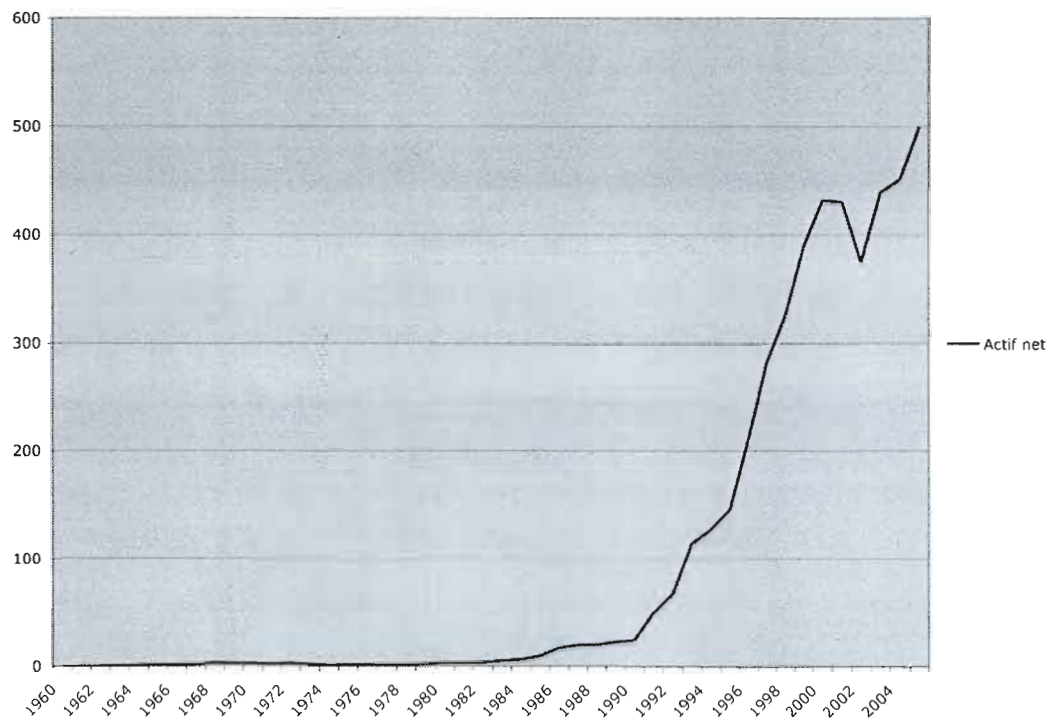


Figure 1.2 : Actifs nets des fonds mutuels canadiens de 1960-2005 (en milliards de \$).

Source : IFIC 1960-2005.

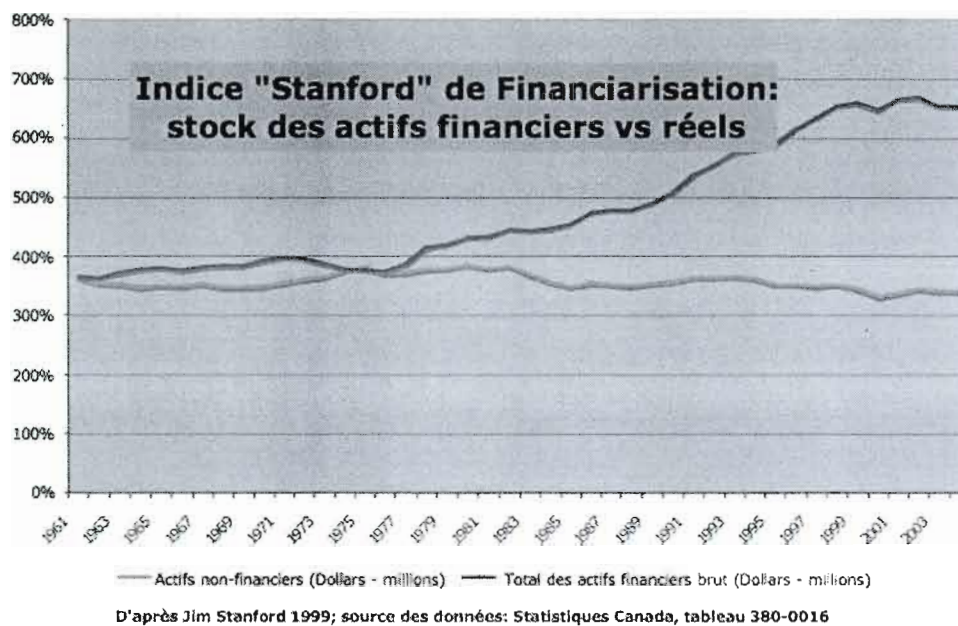


Figure 1.3 : Évolution des actifs financiers et des actifs non-financiers en % du PIB.

Source : PINEAULT 2006, p. 19.

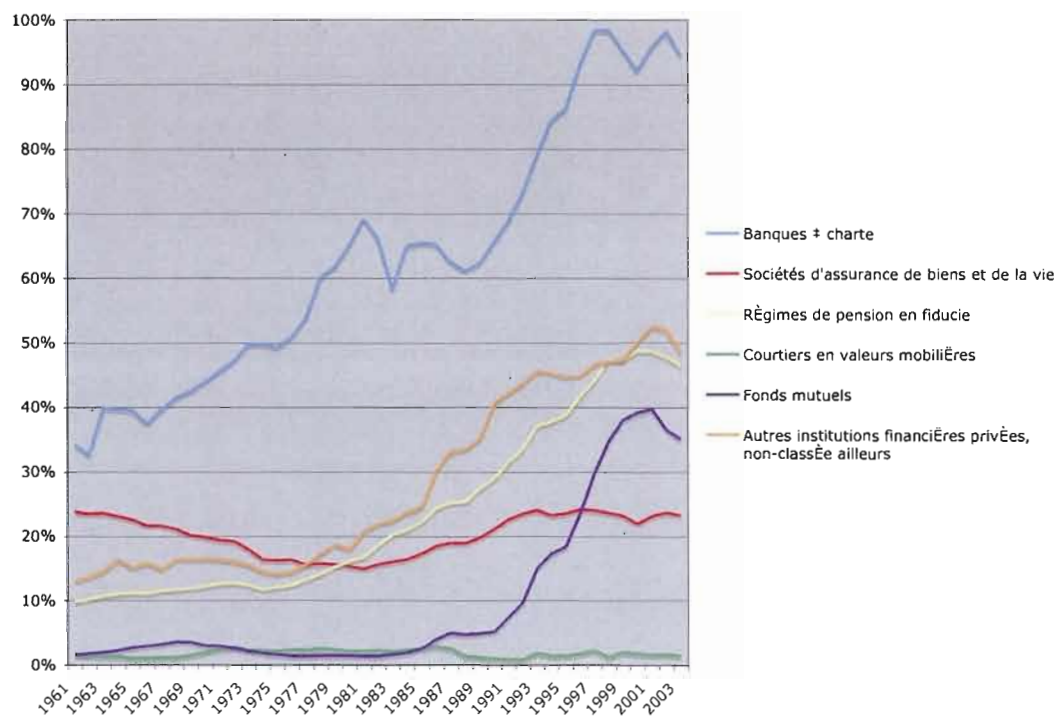


Figure 1.4 : Total des actifs financiers en pourcentage du PIB selon le type d'institutions financières.

Source : STATISTIQUES CANADA 1961-2003, tableau 378-0004.

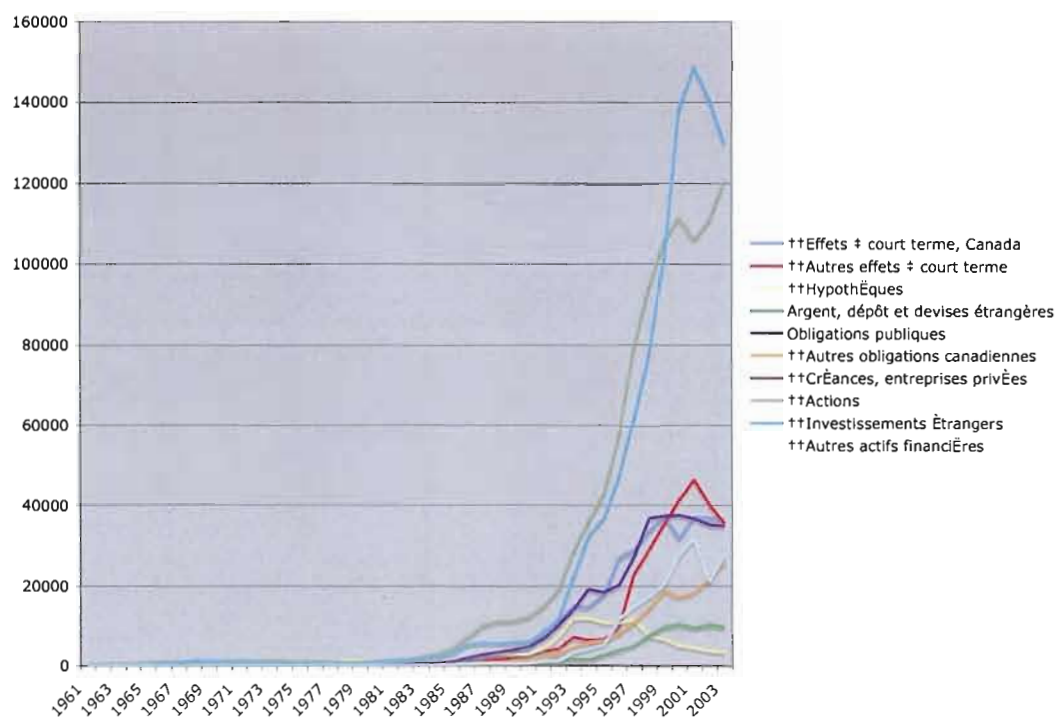


Figure 1.5 : Composition de l'actif financier des fonds mutuels (millions de \$).

Source: STATISTIQUES CANADA 1961-2003, tableau 378-0004.

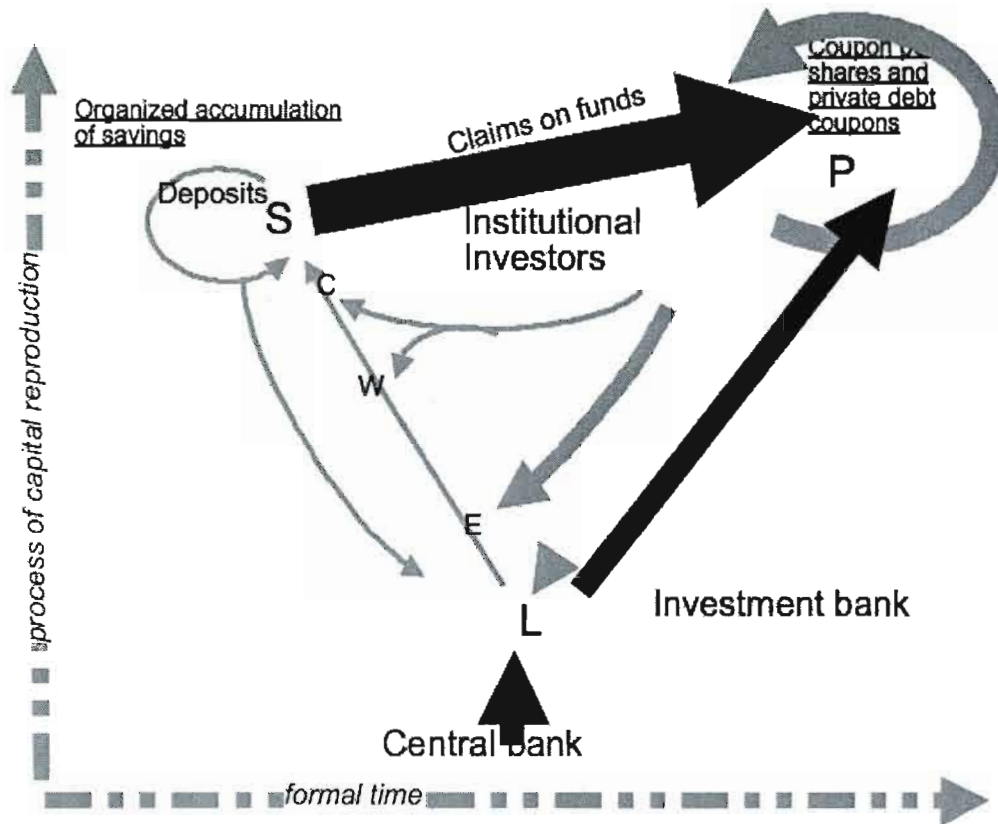


Figure 1.7 : Les structures sociales de l'accumulation financiarisée.

Source : PINEAULT 2008, p. 25.

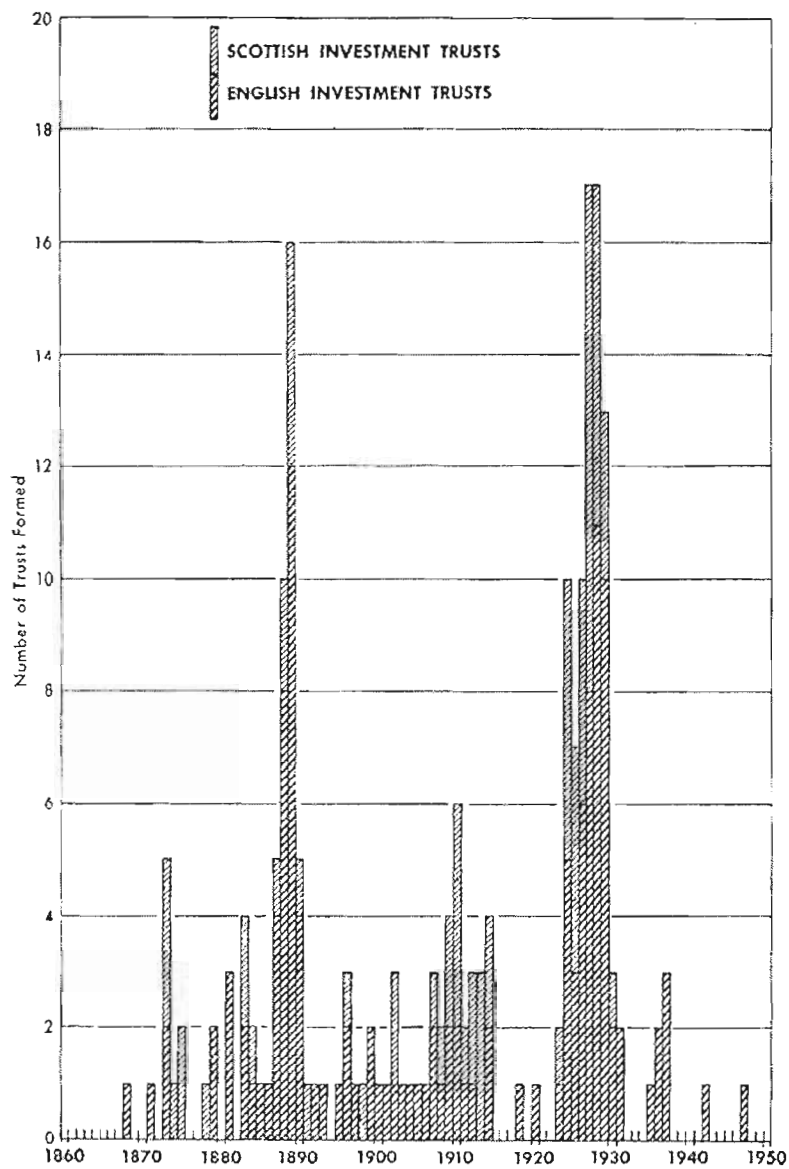


Figure 2.1 : La formation des *investment trusts* Britanniques de 1860-1950.

Source : BULLOCK 1959, p. 9.

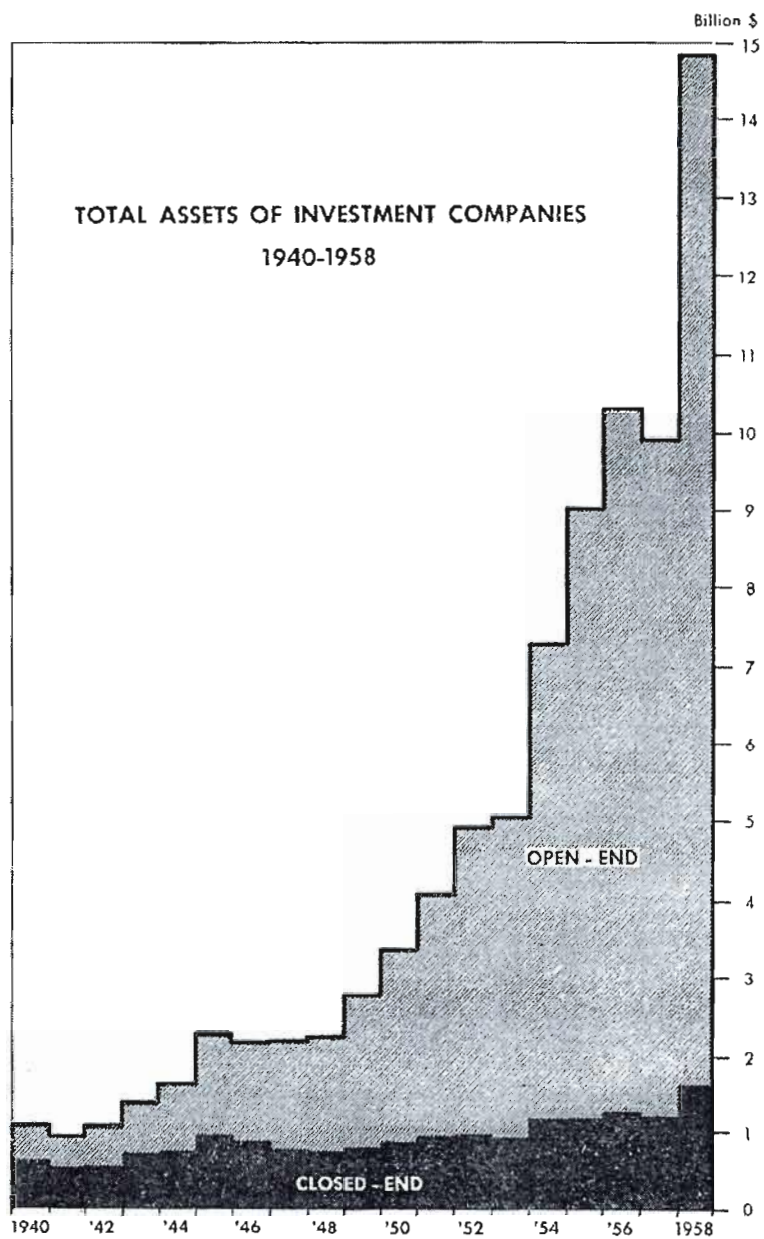


Figure 2.2 : Les actifs totaux des types compagnies d'investissement américaines de 1940 à 1958.

Source : BULLOCK 1959, p. 98.

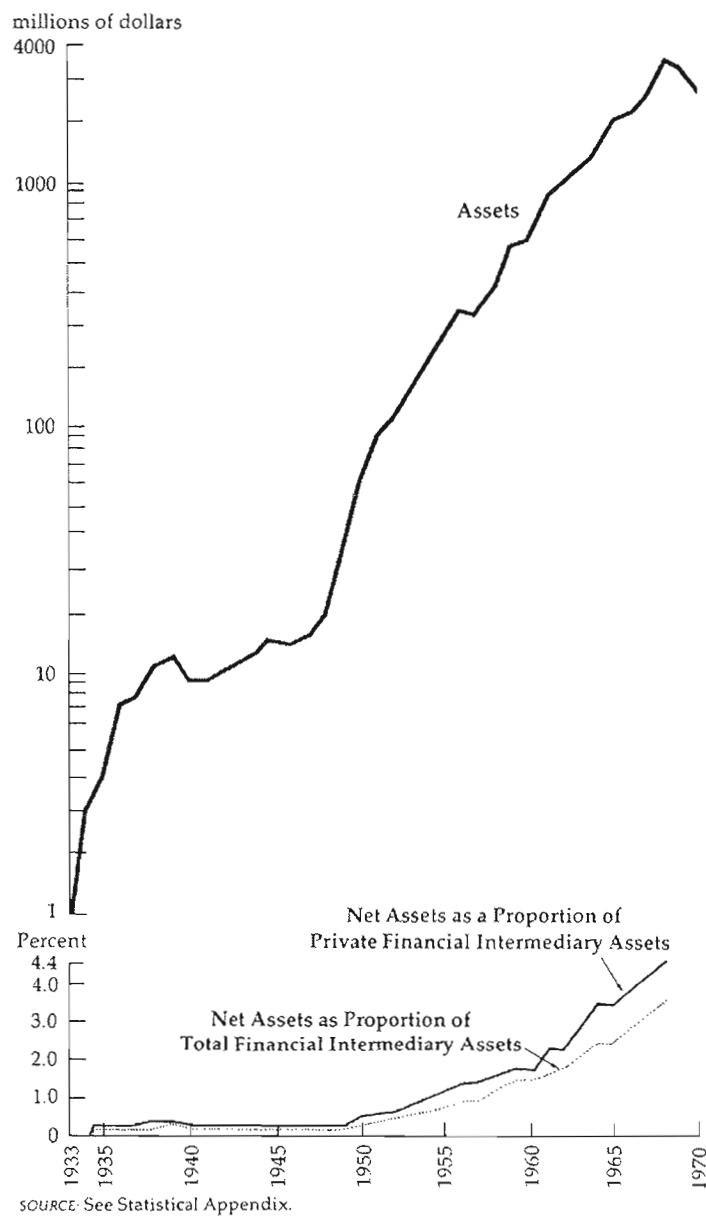


Figure 2.3 : La croissance et la taille relative des actifs des fonds mutuels de 1933 à 1970.

Source : NEUFELD 1972, p. 369.

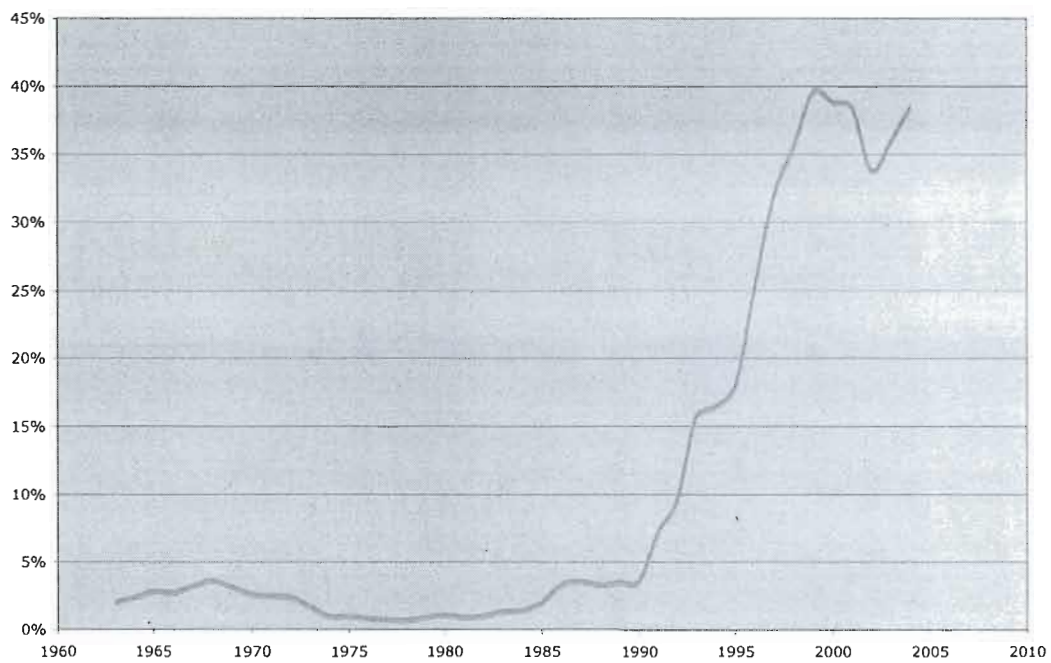


Figure 2.4 : Actifs net des fonds mutuels canadiens en pourcentage du PIB de 1963 à 2004.

Source : IFIC 1963-2004 et STATISTIQUES CANADA 1963-2004.

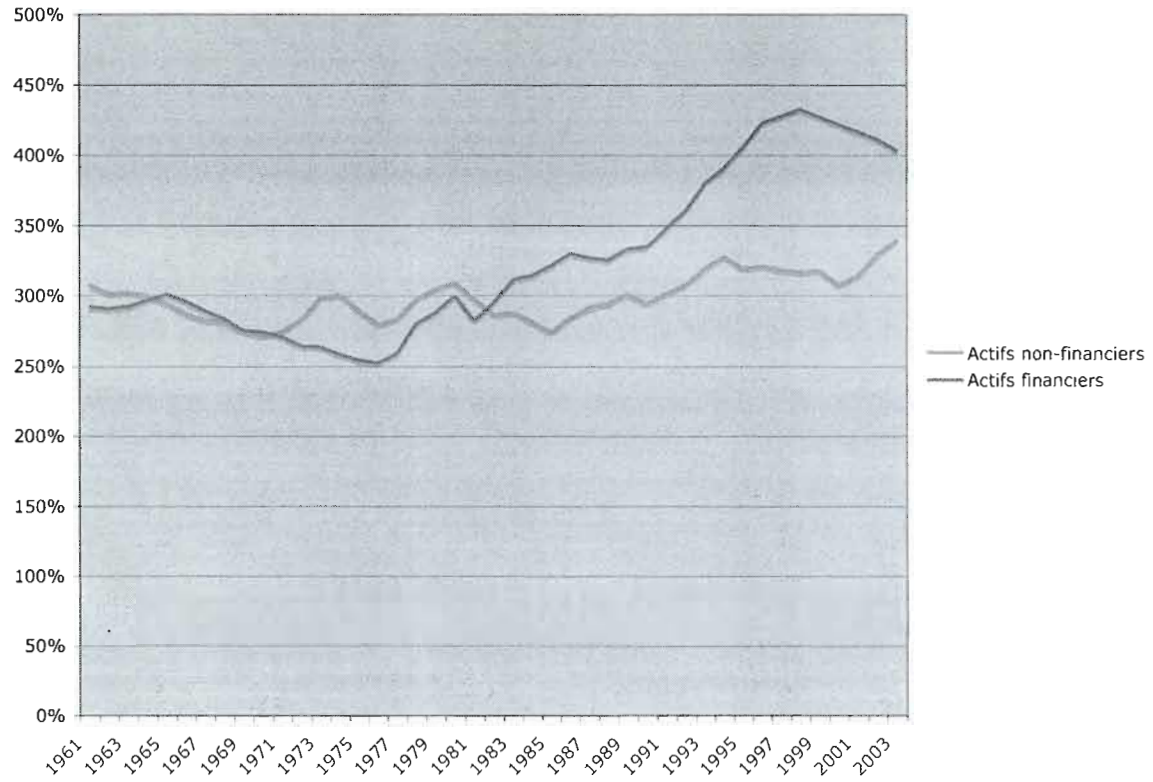


Figure 2.5 : Actifs des particuliers et des entreprises individuelles sur la rémunération salariale.

Source : STATISTIQUES CANADA 1961-2003, tableau 378-0004.

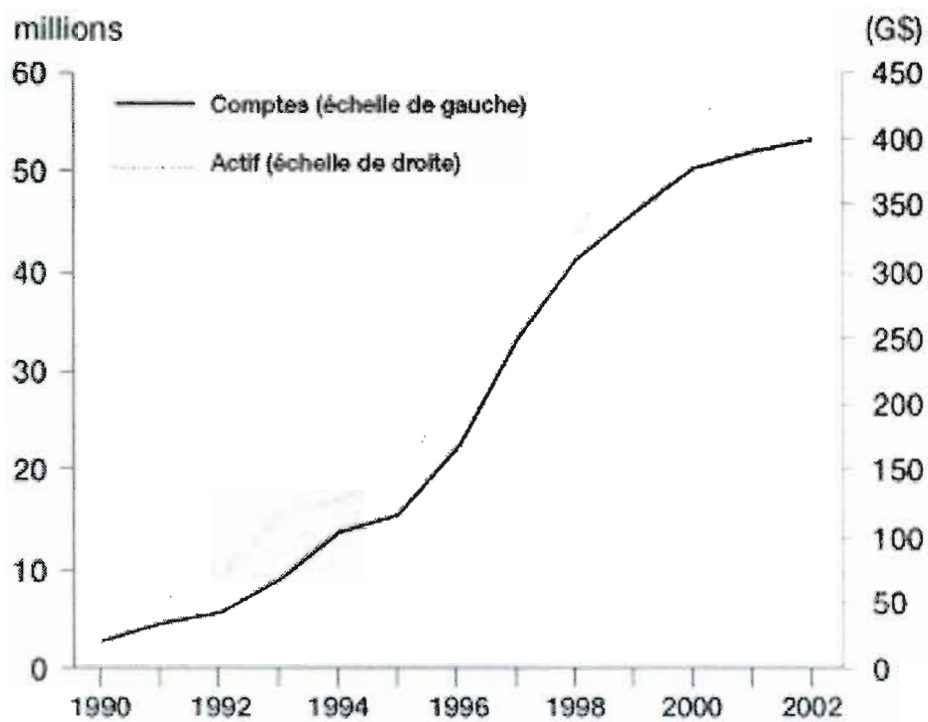


Figure 2.6 : Actifs sous gestion et nombre de comptes de détenteurs de parts de 1990 à 2002.

Source : MINISTÈRE DES FINANCES CANADA 2003.

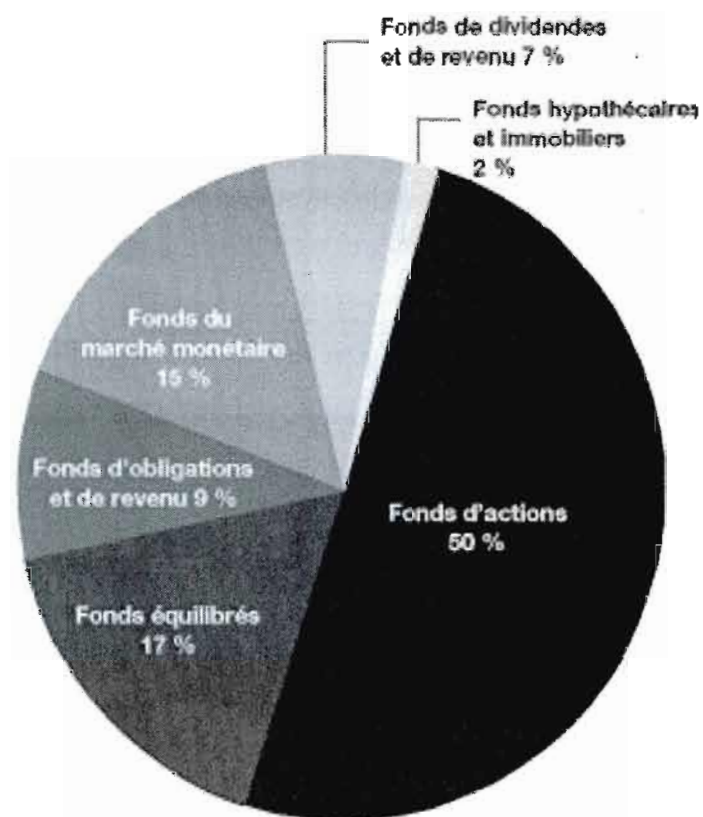


Figure 2.7 : Répartition des actifs selon les types de fonds en 2002.

Source : MINISTÈRE DES FINANCES CANADA 2003.

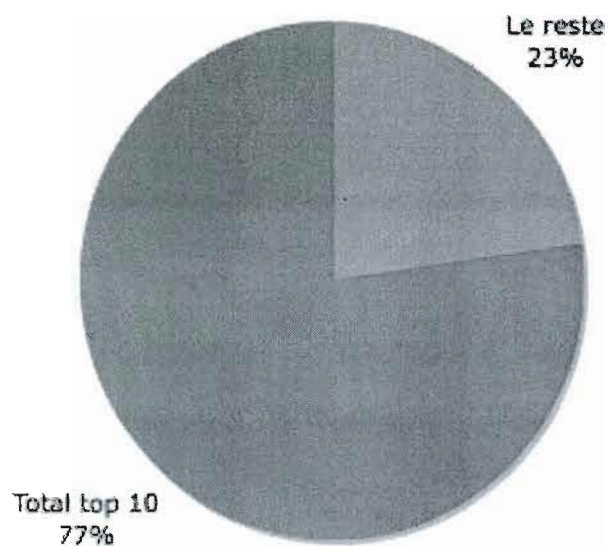


Figure 2.8 : La part des actifs totaux de l'industrie gérés par les 10 premières sociétés de fonds mutuels en 2005.

Source : IFIC 2005.

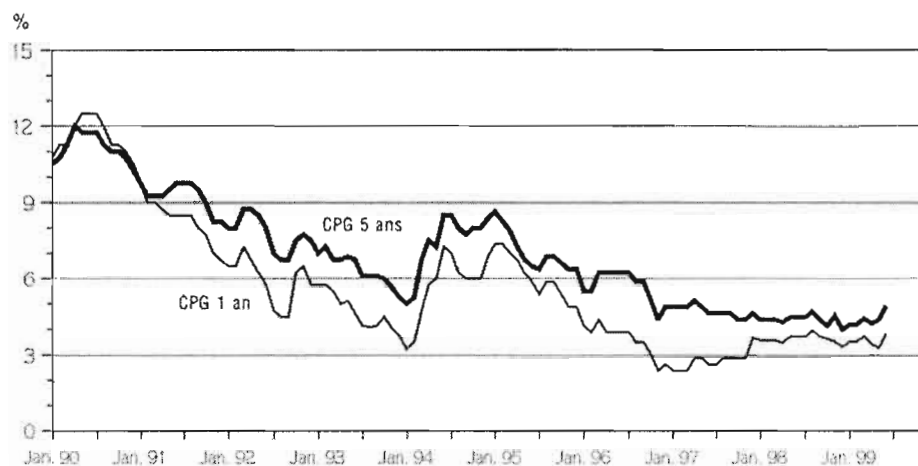


Figure 2.9 : Évolution des taux affichés par les certificats de placement garanti.

Source : O'CONNOR 1999, p. 1.

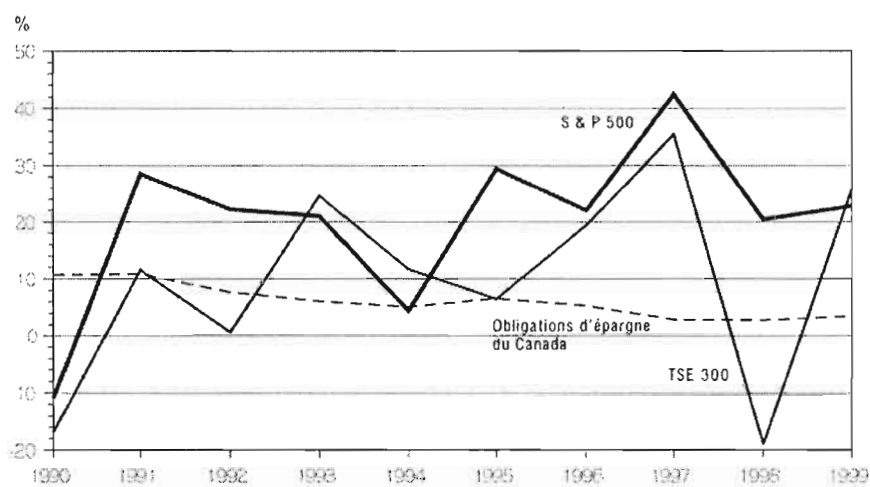


Figure 2.10 : Rendement total annuel moyen des indices boursiers TSE 300, S & P 500 et des obligations d'épargne du Canada.

Source : O'CONNOR 1999, p. 2.

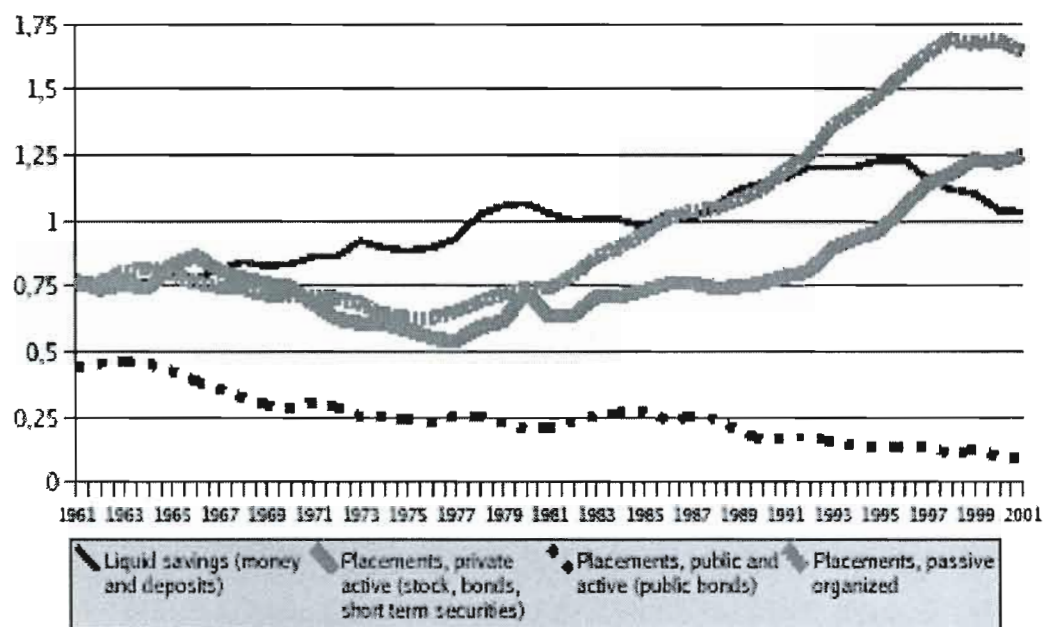


Figure 2.11 : La détention patrimoniale d'actifs financiers en pourcentage des salaires de 1961 à 2001.

Source : PINEAULT 2006, p. 24.

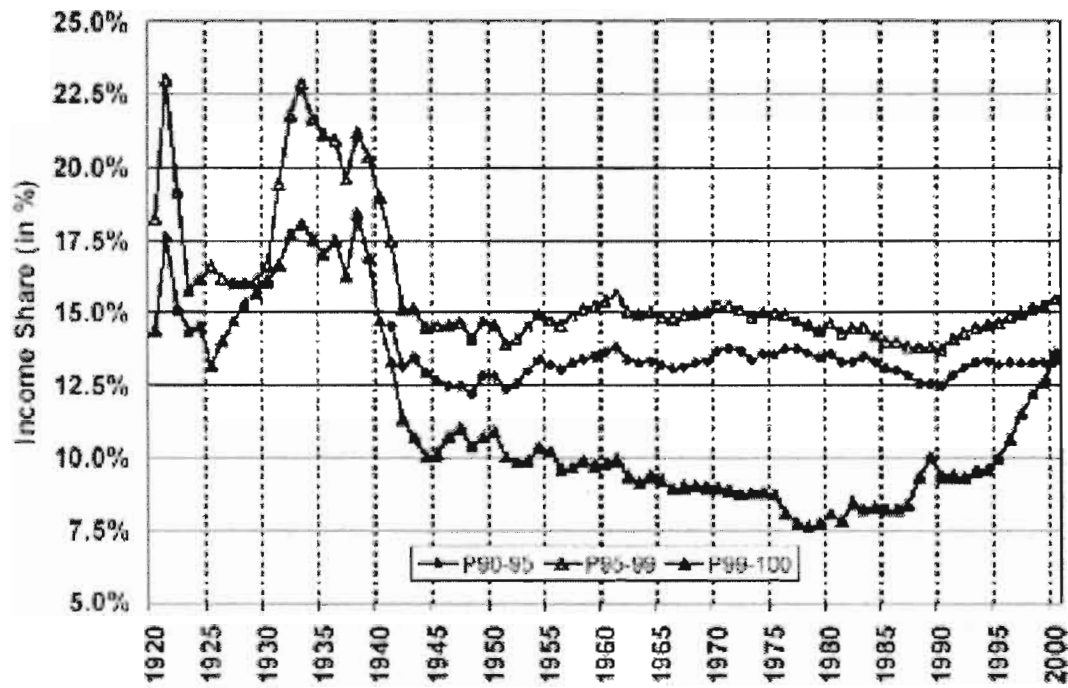
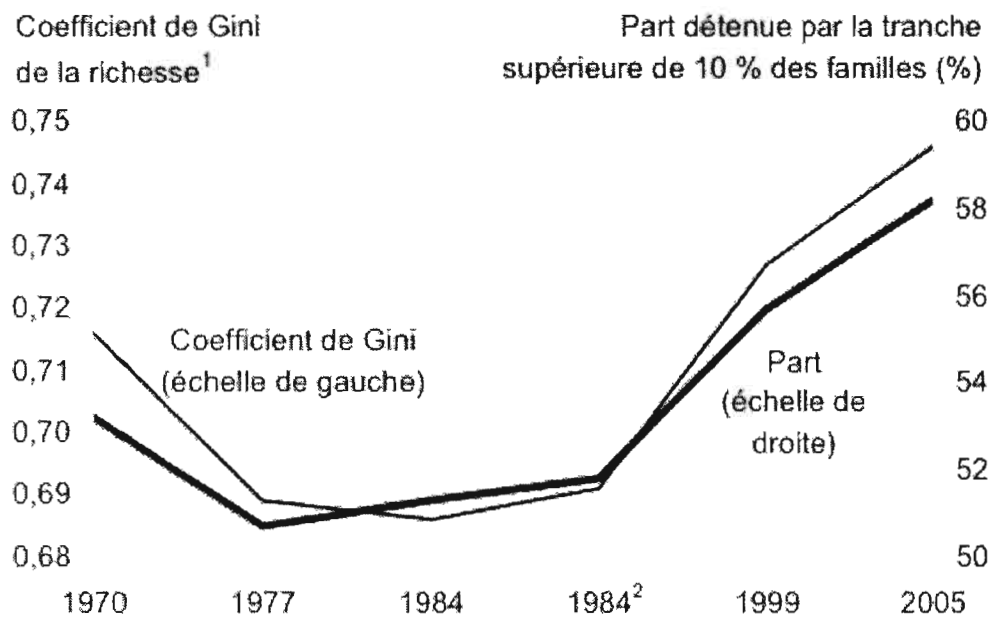


Figure 2.12 : Part du revenu total des 10 %, 5% et 1 % les plus élevés de 1920 à 2000.

Source : SAEZ et VEALL 2003.



1 Excluant la valeur des régimes de pension agréés (RPA).

2 Données de 1984 repondérées pour les rendre compatibles avec l'Enquête sur la sécurité financière.

Sources : Statistique Canada, Enquête sur les avoirs et les dettes, 1984; Enquête sur la sécurité financière, 1999 et 2005

Figure 2.13 : L'inégalité de la répartition de la richesse par le coefficient de GINI.

Source : MORISSETTE et ZHANG 2006, p. 9.

APPENDICE B

LES TABLEAUX

Tableau 2.1

La taille relative des types de compagnies d'investissement canadiennes de 1929 à 1969

	1929	1939	1946	1950	1955	1960	1965	1968	1969
	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Closed-end companies									
Investment companies	71	59	54	44	21	15	12	10	11
Holding companies	29	28	35	27	18	14	14	10	9
Development companies	—	—	—	—	...	1	3	3	4
TOTAL: %	100	87	89	71	39	30	29	23	24
(\$ Mns.)	(189)	(79)	(132)	(145)	(332)	(396)	(809)	(1025)	(1015)
Mutual funds									
Canadian	—	13	11	29	34	45	69	76	75
Non-resident-owned	—	—	—	—	27	25	2	1	1
TOTAL: %	—	13	11	29	61	70	71	77	76
(\$ Mns.)	—	(12)	(16)	(59)	(501)	(942)	(2012)	(3423)	(3242)
TOTAL: %	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(\$ Mns.)	189	91	148	204	833	1338	2821	4448	4257

Source : NEUFELD 1972, p. 361.

Tableau 2.2

La distribution et le pourcentage des actifs et des passifs des fonds mutuels canadiens de 1963 à 1970

	1963	1965	1967	1968	1969	1970
	%	%	%	%	%	%
Assets						
Cash	1.3	2.9	3.0	5.3	5.4	4.1
Canadian bills, notes and bonds	16.2	16.0	11.0	7.7	9.3	8.2
Canadian mortgages	.6	.8	.4	.3	.3	.3
Canadian shares:						
Preferred	7.0	7.0	5.5	5.0	5.4	6.5
Common	56.3	51.4	40.1	31.5	35.1	40.4
Foreign securities:						
Fixed interest	1.1	.3	.9	1.3	1.9	2.5
Preferred and common shares	16.4	20.1	37.2	46.2	39.5	36.0
All other	1.2	1.5	1.9	2.7	3.1	2.0
TOTAL	100	100	100	100	100	100
Liabilities						
Short-term loans	.22
Accounts payable	.8	.6	1.7	3.5	1.7	2.1
Other	.1	.11	...
Shareholders' equity:						
Paid-in capital	91.8	90.4	84.7	79.3	82.0	89.3
Retained earnings	<u>7.1</u>	<u>8.8</u>	<u>13.5</u>	<u>17.0</u>	<u>16.2</u>	<u>8.6</u>
Total	<u>98.9</u>	<u>99.2</u>	<u>98.2</u>	<u>96.3</u>	<u>98.2</u>	<u>97.9</u>
TOTAL	100	100	100	100	100	100

Source : NEUFELD 1972, p. 373.

Tableau 2.3

Le top 10 de l'industrie des fonds mutuels en 2005

Classement	Actifs milliards de \$
1. IGM Financial Inc	83
Investors Group	45
Mackenzie Financial Corp	37
Counsel Wealth Management	1
2. RBC Asset Management Inc.	47
3. C.I. Mutual Funds Inc.	43
4. AIM Trimark Investments	42
5. CIBC Asset Management	42
6. TD Asset Management	36
7. Fidelity Investments Canada Limited	31
8. AGF Management Limited	22
9. Franklin Templeton Investments	20
10. BMO Investments Inc	20
Les cinq premiers 5	257
Les cinq suivants	129
Total du top 10	386
Le reste de l'industrie	114
Total de l'industrie	500
Concentration de l'industrie dans le top 10	77%

Source : IFIC 2005.

Tableau 2.4
Les composantes de la richesse moyenne

	<u>1984</u>	<u>1999</u>	<u>2005</u>	<u>1984-2005</u>
		\$ de 2005		Variation
Cinquième inférieur				
Avoirs				
Dépôts non liés à un REER	750	630	640	-110
Placements non liés à un REER	130	140	160	30
REER et CRI	90	730	810	720
Autres actifs financiers	120	150	10	-110
Résidence principale	1 850	4 650	6 380	4 520
Autres actifs immobiliers	340	800	740	400
Véhicules	1 970	2 010	2 550	580
Valeur nette de l'entreprise	580	-370	770	190
Dettes				
Hypothèque sur résidence principale	1 460	4 220	5 700	4 240
Autres	7 270	10 440	14 110	6 850
Valeur nette	- 2 890	-5 920	-7 760	-4 860
Cinquième intermédiaire				
Avoirs				
Dépôts non liés à un REER	9 940	7 690	8 780	- 1 160
Placements non liés à un REER	2 680	2 550	2 510	-170
REER et CRI	2 510	13 020	12 070	9 560
Autres actifs financiers	1 210	1 440	20	-1 190
Résidence principale	67 040	92 630	115 220	48 180
Autres actifs immobiliers	8 330	7 490	8 660	330
Véhicules	9 160	10 960	12 210	3 040
Valeur nette de l'entreprise	2 700	1 970	2 380	-330
Dettes				
Hypothèque sur résidence principale	26 870	49 190	57 380	30 500
Autres	8 680	12 460	17 420	8 740
Valeur nette	68 020	76 100	87 050	19 030
Cinquième supérieur				
Avoirs				
Dépôts non liés à un REER	50 800	48 370	59 090	8 290
Placements non liés à un REER	34 610	98 160	96 790	62 180
REER et CRI	22 980	115 030	126 980	104 000
Autres actifs financiers	17 170	19 230	1 840	-15 340
Résidence principale	175 450	249 430	353 920	178 460
Autres actifs immobiliers	60 740	83 520	153 160	92 420
Véhicules	18 390	24 480	26 930	8 540
Valeur nette de l'entreprise	171 720	157 800	207 020	35 300
Dettes				
Hypothèque sur résidence principale	15 760	28 570	39 550	23 790
Autres	21 470	26 430	41 600	20 140
Valeur nette	514 650	741 010	944 590	429 940

Source : MORISSETTE et ZHANG 2006, p. 13.