

---

# études et analyses

---

Septembre 2009

N°28

## Les fonds de pension ont encore de l'avenir !

Par le professeur Jacques Bichot\*

*La crise financière que nous traversons suscite de vives inquiétudes quant à la gestion des fonds de pension. Ça et là, les discours alarmistes se succèdent, dressant un tableau noir de ce mode de financement des retraites.*

*S'il est exagéré de tomber dans l'euphorie et de parler de « miracle de la capitalisation » lorsque les cours de bourse sont au plus haut, il est également très excessif de juger les fonds de pension à l'aune des crises financières...*

*Dans les faits, il existe plusieurs types de fonds de pension et tous ne sont pas aussi solides pour affronter les crises. Les fonds à « prestations définies » sont particulièrement désarmés, leurs gestionnaires devant impérativement honorer des obligations fixées des décennies à l'avance. En revanche, les fonds à « cotisations définies » sont beaucoup plus adaptés aux réalités, puisque les cotisations versées ne dépendent pas de la conjoncture et que les fonds ne redistribuent que ce qu'ils peuvent.*

*Reste à résoudre le problème des variations du marché. Comment éviter que ceux qui liquident leur retraite en période de vache maigre soient lésés alors que ceux qui la liquident en période faste puissent bénéficier d'un traitement de faveur ?*

*Il existe des techniques de lissage qui permettent de protéger les assurés contre une grande partie des aléas découlant des fluctuations des cours. Il suffit, pour cela, de calculer les pensions non pas sur une « fair value » instantanée mais sur des tendances de longue période et sur des données actuarielles. Cela nécessite simplement que, par convention, les adhérents renoncent à l'avantage aléatoire de vendre au plus haut pour être protégés, en contrepartie, contre le risque aléatoire de vendre au plus bas.*

*La crise que nous traversons nous rappelle simplement que la plupart des fonds de pension, à l'instar du système de retraite par répartition, doivent être réformés pour mieux s'adapter aux réalités de notre économie.*

\* Jacques Bichot, membre honoraire du Conseil Economique et Social est un économiste des retraites et de la protection sociale. Ayant siégé au Conseil de Surveillance de la Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse, il est aussi professeur émérite à l'université Lyon III.

# SOMMAIRE

## INTRODUCTION

### LE B.A. BA DES FONDS DE PENSION

- 1 – *Madame Michu prépare sa retraite par capitalisation en épargnant sans faire appel à un fonds de pension*
- 2 – *Le recours aux rentes viagères*
- 3 – *Épargne en vue de la retraite, ou fonds de pension ?*
- 4 – *Prestations définies, ou cotisations définies ?*

### LES FONDS DE PENSION DANS LE MONDE

- 1 – *La situation des principaux pays de l'OCDE*
- 2 – *Des investisseurs de grande taille...*
- 3 – *Fragilité des fonds à prestations définies*
- 4 – *Miser entièrement sur la capitalisation ? Le cas chilien*
- 5 – *Imposer une petite part de capitalisation ? La recette suédoise*

### À QUELLES CONDITIONS LES FONDS DE PENSION SONT-ILS RAISONNABLEMENT SÛRS ?

- 1 – *La pension ne doit pas être calculée d'après la valeur de marché d'un portefeuille au moment de la liquidation*
- 2 – *Du bon usage des cantonnements*
- 3 – *La force des fonds de pension : ne pas être obligé de vendre*
- 4 – *Ne pas demander aux fonds de pension plus qu'ils n'ont à offrir*

## CONCLUSION

## ANNEXE

## INTRODUCTION

La crise financière 2007-2009, et particulièrement la chute des bourses au niveau mondial, ont causé une vive inquiétude en ce qui concerne les fonds de pension.

Ceux-ci investissent les cotisations versées par des employeurs au bénéfice de leurs salariés, ou par des particuliers, dans différents actifs : actions, obligations, bons, immeubles, prêts, liquidités, voire même produits dérivés<sup>1</sup>, directement ou par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif. Le produit de cette épargne est restitué par le fonds sous forme de rente viagère, en général quand ses adhérents prennent leur retraite.

La chute du cours des actions, la baisse du prix de l'immobilier, et la multiplication des défauts de paiement, ne sont évidemment pas favorables aux fonds de pension, mais tout accident de parcours n'est pas mortel. Quand on est au fond de son lit avec une forte fièvre, on a parfois l'impression d'être à l'article de la mort, alors que l'on traverse simplement une mauvaise passe : quelques semaines ou mois plus tard, c'est à peine si l'on se souvient d'avoir été si mal. D'autant qu'à la bourse, une forte baisse succède souvent à une hausse vertigineuse – c'est le cas aujourd'hui comme au début du siècle. Ces « corrections » sont parfois trop fortes, mais elles montrent que la valeur d'usage<sup>2</sup> d'un portefeuille, pour les adhérents à un fonds de pension, se situe à un niveau intermédiaire entre les sommets et les creux de sa valeur de marché ou « *fair value* ».

---

1. Contrats à terme, options, swaps. Par exemple, on peut acheter ou vendre à terme un indice boursier, c'est-à-dire prendre un pari sur la valeur future de cet indice, sans pour autant acheter ou vendre des actions. Ou bien parier grâce à un « swap de taux » sur la différence entre les intérêts dus sur un emprunt à taux fixe et un autre, de même montant, à taux variable (on touche ou on paie la différence, selon qu'elle est positive ou négative).

Ces opérations peuvent servir à se protéger contre des risques – par exemple, on peut vendre un indice boursier pour récupérer en cas de baisse ce que l'on perd sur son portefeuille d'actions. C'est la raison pour laquelle les fonds « alternatifs » sont appelés en anglais « *Hedge funds* », fonds de couverture. Mais les mêmes instruments qui servent aux uns à se couvrir contre un risque de perte constituent pour les autres une prise de risque élevé avec l'espoir de réaliser un profit important – ce que l'on appelle usuellement spéculation. Un fonds de pension aussi connu et respecté que CalPERS (voire l'encadré p. 16) consacre 10 % de ses placements aux « Alternative Investments », c'est-à-dire aux instruments dérivés (bilan au 30 juin 2008).

2. Les économistes classiques distinguaient la valeur d'usage de la valeur de marché. Quand vous n'avez pas l'intention de vous séparer d'un bien, les fluctuations de sa valeur de marché vous laissent de marbre, pourvu qu'il continue à vous rendre les mêmes services. Par exemple, un propriétaire très satisfait d'habiter son logement ne passe pas son temps à se demander combien il pourrait tirer de sa vente.

*La crise financière n'est évidemment pas favorable aux fonds de pension, mais tout accident de parcours n'est pas mortel*

Comment nous remettons-nous de nos maladies ? Pour une part, grâce à la médecine ; et pour une autre part, grâce à la nature, qui nous a dotés de ressources considérables. Il en va de même pour les fonds de pension : l'économie dispose d'une vigueur naturelle qui lui permet de repartir de l'avant, pourvu que quelques remèdes lui aient été judicieusement administrés.

La crise qui frappe depuis 18 mois notre finance, notre économie, et par voie de conséquence nos fonds de pension, s'apparente à une épidémie. Certes, quelques entreprises, institutions financières, fonds de pension, ne s'en relèveront pas, ou en sortiront fortement diminués. Mais la plupart recouvreront la santé.

Ce qui suit montre que traiter les fonds de pension de « comédie »<sup>3</sup>, voire de « pièges à cons »<sup>4</sup>, n'est pas justifié, si ce n'est en apparence, par les difficultés actuelles. Mais il ne s'agit pas de remplacer une défiance maladroite par une confiance aveugle ! Il existe une grande variété dans les méthodes utilisées par les fonds de pension ; les uns procurent aux adhérents un compromis acceptable entre la rentabilité et le risque ; les autres engendrent des risques excessifs, sans forcément fournir des chances de gain très élevées. Il faut donc être à même de choisir en connaissance de cause : cette monographie aura atteint son but si, après en avoir pris connaissance, le lecteur se sent mieux armé pour repérer les fonds qui méritent sa confiance, et ceux dont il vaut mieux s'écarter.

*Certains fonds de pension procurent aux adhérents un compromis acceptable entre la rentabilité et le risque*

### **Ce n'est pas la première alerte !**

« A en croire une étude réalisée par Milliman USA, les fonds de pension de 50 grandes entreprises américaines ont perdu quelque 36 milliards de dollars l'an dernier, à cause de la mauvaise conjoncture boursière. Ces pertes en capital, travesties dans les rapports annuels à l'aide d'une comptabilité 'créative', pourraient se traduire bientôt par des versements qui incomberont aux entreprises pour servir les retraites de leurs anciens employés. L'inquiétude est partagée par le secteur public américain, lui aussi adepte de la Bourse pour garantir les retraites des fonctionnaires. Les fonds de pension publics ont ainsi subi des pertes en capital de 370 milliards de dollars sur les deux dernières années, soit 15 % de leurs actifs. » (François Lenglet, *Enjeux*, juin 2002 )

Aux Etats-Unis, entre le 30 septembre 2007 et le 2 décembre 2008, la valeur de marché des portefeuilles des plans à contributions définies et des « Individual Retirement Accounts » est revenue de 8,7 trillions de dollars à 5,9 trillions, soit une diminution de 32 %. La baisse fut sur la même période de 47 % sur le marché des actions, et les portefeuilles en question étaient investis en actions pour environ 70 %. (Geneva Association, *The Four Pillars*, n° 44, march 2009)

3. Jacques Nikonoff, *La comédie des fonds de pension*, Arléa, 1999.

4. Frédéric Lordon, *Fonds de pension, pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Liber/Raisons d'agir, 2000.

## LE B.A. BA DES FONDS DE PENSION

L'expression « fonds de pension » est parfois considérée comme synonyme de « retraite par capitalisation », ou encore de « épargne en vue de la retraite », ou « épargne-retraite ». Ce n'est pourtant pas la même chose !

### *1 – Madame Michu prépare sa retraite par capitalisation en épargnant sans faire appel à un fonds de pension*

On peut préparer individuellement sa retraite par capitalisation, en épargnant et en investissant. C'est d'ailleurs ce que font la majorité des Français : durant leurs années d'activité professionnelle, beaucoup achètent leur logement, ce qui requiert le plus souvent un gros effort d'épargne ; ensuite, quand ils arrêtent leur activité professionnelle ou « lèvent le pied »<sup>5</sup>, leurs emprunts sont remboursés et ils n'ont plus de loyer à payer. Leur capital immobilier leur rapporte, en nature, l'équivalent de ce loyer, subvenant ainsi en partie à leurs besoins.

On peut aussi investir dans l'immobilier « de rapport » : durant leur vie active, certains achètent des logements ou des locaux professionnels en empruntant, et ils épargnent pour rembourser ; puis quand ils prennent leur retraite, les locations encaissées sont les bienvenues.

Beaucoup d'entrepreneurs, ayant créé une entreprise, comptent pour leur retraite sur le produit de sa vente, ou sur les dividendes qu'ils en retireront.

On peut aussi accumuler un patrimoine financier, soit en se constituant un portefeuille de valeurs mobilières (actions et obligations), soit en confiant son épargne à un organisme de placement tel qu'une SICAV ou en souscrivant une assurance vie. Arrivé à un certain âge, il est possible pour vivre plus à l'aise d'utiliser les revenus de ce patrimoine, et le cas échéant de le revendre progressivement.

### *2 – Le recours aux rentes viagères*

Vivre la fin de son existence en « mangeant » progressivement son capital présente un inconvénient : aura-on assez pour « tenir » jusqu'à la fin ? Vivre plus longtemps que la moyenne, au lieu d'être un bonheur, risque de virer au

*Chacun peut,  
grâce à la  
capitalisation,  
organiser sa  
retraite  
sans recourir  
pour autant  
aux fonds de  
pension*

---

5. Déjà courant chez les travailleurs indépendants, le passage progressif de la pleine activité professionnelle à la retraite complète deviendra probablement de plus en plus fréquent chez les salariés, surtout si la rigidité bureaucratique des formules de « retraite progressive » actuellement en vigueur cède la place à davantage de souplesse, comme on peut l'espérer en voyant les progrès récemment réalisés pour le cumul emploi-retraite.

cauchemar – une fin de vie misérable. L'achat d'une rente viagère<sup>6</sup> à un organisme d'assurance résout ce problème : l'assureur programme la consommation du capital sur une période correspondant à la longévité moyenne, comptant sur la loi des grands nombres pour que les décès précoces compensent les longues vies.

La rente viagère est une technique de mutualisation : chaque souscripteur est d'accord pour que son capital profite en partie à d'autres, s'il meurt relativement jeune, et en contrepartie il est assuré, au cas où il vivrait plus longtemps que la moyenne, de bénéficier d'une partie des apports en provenance des autres adhérents.

L'achat d'une rente viagère garantit aux souscripteurs qu'ils ne deviendront pas indigents à un âge avancé – à moins évidemment qu'une catastrophe<sup>7</sup> ne vienne bouleverser tous les plans : la sécurité absolue n'existe pas. En revanche, ceux qui bénéficient ainsi du beurre (un revenu mensuel jusqu'à leur mort) ne peuvent pas transmettre à leurs héritiers l'argent du beurre – leur capital, qu'ils ont aliéné au profit de l'assureur. D'une certaine manière, les jeunes payent toujours la pension ou la rente de leurs aînés : si ce n'est pas sous forme de cotisations vieillesse dans un régime par répartition, c'est par la disparition, totale ou partielle, de l'héritage auquel ils auraient pu prétendre.

### ***3 – Épargne en vue de la retraite, ou fonds de pension ?***

L'épargne en vue de la retraite se caractérise par la volonté, ou l'engagement, de ne pas puiser dans le capital en cours de constitution avant la fin de son activité professionnelle. Les fonds de pension constituent une forme particulière d'épargne en vue de la retraite.

Chacun peut décider de se constituer une cagnotte à laquelle il ne touchera pas avant sa retraite, soit en s'imposant à lui-même cette discipline, soit en confiant son épargne à un organisme qui ne sera tenu de lui restituer son avoir qu'au moment où il atteindra un certain âge. Les fonds de pension au sens strict<sup>8</sup> correspondent à une variété de tels organismes : ceux qui non seulement ne restituent rien avant la date convenue, mais qui de plus n'opèrent la restitution que sous forme d'une rente viagère.

On parle à ce propos de « produits tunnel » ; cependant, il existe une ambiguïté qu'il convient de dissiper :

---

6. Rente, c'est-à-dire versement périodique d'une somme d'argent, servie par un organisme (le « débirentier ») jusqu'au décès du bénéficiaire (le « crédirentier »). Rien n'empêche de souscrire une rente sur deux têtes, versée au survivant après la mort de l'un des crédirentiers.

7. Une guerre nucléaire, un météorite de grande taille venant percuter notre planète, l'apparition d'un virus extrêmement nocif et virulent, etc.

8. L'expression est souvent aussi utilisée au sens large, englobant les organismes d'épargne en vue de la retraite qui débouchent sur la mise à disposition d'un capital.

*La rente viagère est une technique de mutualisation, elle garantit aux souscripteurs qu'ils ne deviendront pas indigents à un âge avancé*

- l'expression « produit tunnel » peut désigner toute formule d'épargne dont il est interdit de sortir avant une date déterminée, la fin du tunnel. C'est le sens dans lequel l'expression sera utilisée au cours de la présente étude. Certains les appellent fonds de pension, mais ce ne sera pas le cas dans le cadre de cette étude.
- Elle sert aussi assez souvent à désigner les formules dont il n'est possible de sortir que sous forme de rente viagère. Nous préférons parler alors de produit tunnel à sortie exclusivement en rente viagère. Ce sont les fonds de pension au sens strict.

Il existe évidemment des formules mixtes. Par exemple, les fonds de pension chiliens, auxquels toutes les personnes entrées sur le marché du travail depuis 20 ans cotisent obligatoirement, permettent aux adhérents ayant accumulé un capital suffisant de le partager entre une rente viagère et une somme en cash, cette dernière servant par exemple à l'achat d'un logement.

L'épargne en vue de la retraite présente un avantage et un inconvénient :

- Puisqu'il n'y aura pas de retraits avant telle date, éloignée, il est possible d'investir dans une perspective à long terme. En particulier, les gestionnaires d'une épargne collective en vue de la retraite ne sont pas soumis au risque de voir les épargnants venir réclamer du cash quand les cours de bourse sont très bas, et donc d'être contraints de vendre au pire moment. Conformément à l'adage judicieux selon lequel, pour réaliser de bonnes affaires, il faut être en mesure de choisir le moment où l'on vend, ils sont dans de bonnes conditions pour réaliser les meilleures performances.
- En revanche, l'épargnant immobilise dans un but unique un capital qui aurait pu le protéger, lui et ses proches, contre une multiplicité de risques : chômage, accident, maladie, etc. En renonçant à la liquidité, il renonce aussi à utiliser le cas échéant son capital pour créer son entreprise ou acheter un bien immobilier, ou aider un de ses proches à le faire.

Les fonds de pension présentent, de manière encore plus accentuée, le même avantage et le même inconvénient : l'horizon de placement s'étend au delà même de la cessation d'activité professionnelle, puisque les ventes de capital n'interviendront que petit à petit ; mais les sommes épargnées sont définitivement indisponibles sous toute autre forme qu'une rente viagère.

#### *4 – Prestations définies, ou cotisations définies ?*

##### **Fonds à prestations définies**

Il y a quelques décennies, les fonds de pension servaient presque exclusivement à garantir le versement de rentes viagères calculées selon des critères indépendants du capital accumulé par le fonds. Un employeur

promettait par exemple à ses employés une retraite calculée en fonction de leur ancienneté et de leurs salaires, et il créait un fonds pour qu'il ne s'agisse pas d'une promesse « en l'air », mais d'un engagement solide, même en cas de disparition de l'entreprise. Cette logique d'assurance, qui garantit une prestation bien déterminée dès lors que les primes convenues ont été régulièrement versées, caractérise les fonds dits « à prestations définies ».

Les cotisations versées aux fonds à prestations définies se sont souvent révélées insuffisantes. En effet, quand un employeur cotise pour des personnes de trente ans, les actuaires ne savent pas au juste quelle sera leur longévité moyenne. On ne sait pas davantage quel sera le rendement et la valeur de revente des placements, une quarantaine d'années plus tard, au moment où il faudra verser les pensions. Ces incertitudes ont rarement débouché sur des excès de prudence : les chefs d'entreprise et les hommes politiques (pour les fonds de pension destinés aux employés des administrations) ont plutôt minimisé les cotisations à verser, car ce sont des dépenses qui réduisent les bénéfices affichés ou exigent une augmentation de la fiscalité.

C'est pourquoi de nombreuses grandes entreprises, par exemple les constructeurs automobiles et les compagnies aériennes américains, se sont vu réclamer il y a quelques années des sommes énormes pour abonder leurs fonds de pension<sup>9</sup> dont les actifs n'étaient pas suffisants au regard des engagements qu'ils avaient pris.

*Il y a quelques décennies, les fonds de pension servaient presque exclusivement des « prestations définies »*

### Fragiles fonds de pension

« Les entreprises britanniques sont fragilisées par la crise. Pourquoi ? Parce qu'un certain nombre de grands groupes devront apporter une contribution supplémentaire aux fonds de pension de leurs salariés, affectés par le plongeon de la Bourse. Les sommes n'ont rien de dérisoire. Plus de 95 % des 3,5 millions de salariés des 100 plus grandes sociétés cotées à Londres dépendent de régimes à prestations définies. Tant que l'économie prospérait, ce n'était pas une charge. Et de nombreuses entreprises ont pu éviter pendant un certain temps de verser des cotisations. Mais la roue a tourné. Certains fonds de pension ont été si durement touchés qu'il faudra peut-être y injecter des sommes phénoménales pour pouvoir payer les retraites. Les actifs des fonds de pension sont évalués aux cours du marché et tenus d'être en congruence avec les engagements. » (*Les Echos*, 5 octobre 2001)

« Crédit Suisse First Boston s'est penché sur la situation de 360 entreprises représentées dans l'indice Standard and Poor's 500. Globalement les fonds de pension de ces sociétés disposeront en fin d'année de 904 milliards de dollars d'actifs. Leurs obligations à venir sont estimées à 1 150 milliards de dollars. Le déficit s'élèverait donc à 246 milliards de dollars. (...) Or la loi américaine oblige les entreprises à abonder progressivement leurs fonds de pension lorsque leurs actifs tombent en dessous de 90 % de leurs engagements au cours d'une période de trois ans. » (*Le Figaro*, 18 octobre 2002)

9. Il leur a fallu de même, ensuite, abonder les fonds de garantie pour l'assurance maladie de leurs anciens salariés. Ceux-ci bénéficient en effet du droit de rester assurés aux conditions dont ils bénéficiaient durant leur vie active, mais les assurances réclament des primes plus importantes pour les personnes âgées, dont le recours aux soins médicaux est en moyenne bien plus onéreux : la différence est prise en charge par le fonds de garantie. En fait, faire payer aux retraités l'assurance maladie moins cher qu'elle ne coûte revient à leur verser une pension non imposable. Cela est vrai en répartition comme en capitalisation.



Le problème serait déjà nettement moins grave si les fonds à prestations définies n'étaient pas tenus de comparer à tout moment leurs engagements à la valeur de marché de leurs portefeuilles – que les règles en vigueur désignent, de façon discutable, comme étant la « *fair value* ». Celle-ci fluctue, ce qui incite les employeurs à cotiser modestement, voire pas du tout, quand la bourse caracole, et les oblige à effectuer un rattrapage quand les cours ont baissé. Comparer ainsi une valeur instantanée, éminemment instable, à des engagements sur cinquante ans et plus, n'a pas de bon sens : il y a besoin de réformer la réglementation des fonds de pension comme celle des retraites par répartition.

### **Fonds à cotisations définies**

Les fonds « à cotisations définies » se trouvent dans une situation différente. Les cotisations versées ne varient pas selon la conjoncture – c'est cela que l'on veut dire en les qualifiant de « définies » – tandis que les pensions, elles, dépendent réglementairement de la richesse accumulée par le fonds.

Autrement dit, ces fonds sont conçus pour ne distribuer que ce qu'ils peuvent. A l'instar des SICAV et des fonds communs de placement (FCPC), le débirentier ne promet pas un rendement déterminé, mais le rendement obtenu grâce à une gestion sérieuse et compétente de l'épargne qui lui a été confiée. Il a une obligation de moyens, pas de résultat.

Sachant que les cours de bourse et les prix de l'immobilier varient sans qu'aucun investisseur y puisse grand chose, il est beaucoup plus réaliste de mettre en place des fonds à cotisations définies. Conformément au dicton, « la plus belle fille ne peut donner que ce qu'elle a » : mieux vaut donc ne pas faire des promesses que l'on ne sera peut-être pas capables de tenir. Au moins l'épargnant est-il au courant du risque qu'il prend ; on lui dit la vérité au lieu de lui « dorer la pilule », de l'appâter en lui faisant miroiter monts et merveilles, et de lui faire courir le risque d'être cruellement déçu à l'arrivée.

Comme l'indiquait dès 2003 un rapport sénatorial<sup>10</sup>, « les fonds à cotisations définies (CD) semblent l'emporter. De plus en plus les régimes CD sont en croissance, au détriment des régimes à prestations définies. Ceci résulte de deux facteurs : les employeurs ont cherché à minimiser le risque généré par leurs engagements à long terme, et les employés sont de plus en plus attirés par des véhicules d'épargne qui peuvent offrir une rentabilité supérieure et des droits qui sont plus faciles à transférer entre employeurs. »

La question du transfert ou « portabilité » des droits validés dans un fonds est de plus en plus importante, et se pose au niveau mondial. En effet, les changements d'entreprise sont fréquents, et les passages d'un pays à l'autre ne

*Aujourd'hui,  
la plupart des  
fonds créés  
sont des fonds à  
« cotisations  
définies »*

<sup>10</sup>. Rapport d'information n° 367 (2002-2003) de M. Joël Bourdin, fait au nom de la délégation du Sénat pour la planification, déposé le 25 juin 2003.

sont pas rares. Or les systèmes à prestations définies sont conçus pour des employés dont toute la carrière se déroule dans le même organisme ; ils ont d'ailleurs souvent été mis en place pour fidéliser le personnel dont l'employeur souhaitait s'attacher définitivement les services. Passer d'un fonds à un autre pose beaucoup moins de problèmes s'il s'agit de fonds à cotisations définies : l'adhérent apporte au nouveau fonds la fraction du capital accumulé dans l'ancien qui est en quelque sorte sa propriété.

De plus, les fonds à cotisations définies peuvent facilement être organisés indépendamment d'une entreprise ou d'une administration particulière, ce qui n'est pas le cas des fonds à prestations définies, ceux-ci ayant besoin de la garantie apportée par l'employeur. Il est donc envisageable de changer d'employeur tout en conservant le même fonds à cotisations définies.

*Les fonds à « cotisations définies » peuvent facilement être organisés indépendamment d'une entreprise ou d'une administration, ce qui n'est pas le cas des fonds à prestations définies*

## LES FONDS DE PENSION DANS LE MONDE

La France fait partie des pays où les fonds de pension sont peu développés. Il est donc intéressant de regarder ce qui se passe dans les pays anglo-saxons, ou encore en Suisse, aux Pays-Bas ou au Chili, pays qui ont beaucoup plus misé sur les fonds de pension. Un pays comme la Suède, où il a été rendu obligatoire de cotiser à l'un des fonds de pension publics, mérite également d'être examiné.

*En France,  
les fonds de  
pension sont  
très peu  
développés*

### 1 – La situation des principaux pays de l'OCDE

L'OCDE fournit des statistiques pour les pays qui en sont membres. S'agissant des fonds de pension, ses données sont loin d'être exhaustives, mais elles suffisent pour montrer qu'il existe une très grande variété de situations : ainsi, en 2007, le portefeuille des fonds dépassait-il 100 % du PIB aux Pays-Bas, en Suisse, en Islande et en Australie, tandis qu'il était inférieur à 5 % du PIB en Allemagne, en Autriche, en Belgique, en France (1 % !) et en Turquie.

De même trouve-t-on des pays où les actifs sont situés à plus de 90 % dans des fonds à prestations définies (Canada, Corée, Portugal), tandis que les fonds à cotisations définies raflent quasiment toute la mise dans d'autres États (Danemark, République Tchèque).

Quand à la répartition entre formules personnelles et fonds professionnels (« *occupational schemes* »), elle est généralement en faveur des seconds, mais des pays récemment venus aux retraites par capitalisation, comme le Mexique, la Pologne ou la Hongrie, connaissent une prédominance écrasante des fonds à adhésion personnelle.

Le plus souvent, les prestations versées par les fonds sont inférieures à 2 % du PIB, tandis que les retraites par répartition se situent plutôt entre 8 % et 14 %. Mais en Finlande les pensions distribuées par les fonds de pension atteignent 8,7 % du PIB, record mondial. Ce pays nordique est suivi par la Suisse (5,5 %), l'Australie (4 %), les Pays-Bas et l'Islande (3,6 %).

#### **Actifs des fonds de pension en pourcentage du PIB**

Pays	2001	2004	2007
Allemagne	3,4	3,8	4,1
Australie	75,3	71,6	105,4
Belgique	5,5	4,0	4,0
Canada	49,1	48,1	55,3
Danemark	27,2	30,8	32,4
Etats-Unis	71,5	74,0	74,3
Finlande	49,5	61,8	71,0

### Actifs des fonds de pension en pourcentage du PIB (suite)

Pays	2001	2004	2007
France	nd	1,2	1,1
Hongrie	3,9	6,8	10,9
Italie	2,2	2,6	3,3
Japon	14,2	8,1	nd
Mexique	4,3	6,3	12,1
Royaume-Uni	72,0	67,6	83,4 <sup>11</sup>
Suisse	102,5	107,2	119,4

### L'épargne retraite en France<sup>12</sup>

Dispositifs	Adhérents au 31 déc. 2007 (en milliers)	Encours au 31 déc. 2007 (en milliards d'euros)	Cotisations versées en 2007 (en millions d'euros)
<b>Personnels</b>	<b>3 023</b>	<b>24,4</b>	<b>2 072</b>
(dont PERP)	1 994	3,4	1 060
<b>Professionnels</b>	<b>Environ 6 000</b>	<b>79,8</b>	<b>8 753</b>
(dont contrats Madelin)	1 037	14,6	2 099
(dont PERCO)	334	1,4	685
(dont art. 83 du Code général des impôts)	> 3 000	35,4	2 042
(dont art. 39 du Code général des impôts)	nd	22,4	3 410

Si l'épargne retraite avait la même importance en proportion de la population en France qu'aux Etats-Unis, au lieu de 104 milliards d'euros le total des encours fin 2007 s'élèverait en France, à environ 1 900 milliards d'euros, soit 18 fois plus ! Autant dire que le potentiel de développement de l'épargne en vue de la retraite est élevé dans notre pays.

## **2 – Des investisseurs de grande taille...**

Pourquoi les rentes viagères distribuées par les fonds de pension représentent-elles peu en comparaison des retraites par répartition<sup>13</sup> ? Dans certains pays, c'est parce qu'ils sont peu implantés ; dans d'autres, cela tient au caractère relativement récent de leur implantation : beaucoup d'entre eux sont encore en période d'accumulation.

11. En 2006 ; donnée 2007 non disponible (nd)

12. D'après Yannick Croguennec, « L'épargne retraite en 2007 », *Etudes et Résultats* n° 685, Drees, avril 2009,

13. Nous reviendrons plus loin sur un fait d'une extrême importance : si les fonds de pension remplaçaient partout et complètement les retraites par répartition, il leur faudrait devenir propriétaires de quasiment tout l'immobilier, toutes les entreprises, cotées ou non, tous les titres de créances (obligations, bons, prêts, placements bancaires). Et encore, cela ne suffirait peut-être pas. En fait, le capital classique n'est pas un facteur de production assez important pour que toutes les pensions de retraite reposent sur lui : il faut avoir aussi recours à l'autre facteur de production, le capital humain, c'est-à-dire conserver une place à la répartition.

*En proportion,  
L'épargne  
retraite est  
18 fois  
plus élevée  
aux Etats-Unis  
qu'en France*

Dans ces pays, les personnes nées il y a plus de 65 ans n'étaient pas nombreuses à disposer de ce type d'épargne en vue de la retraite, lequel s'est répandu davantage depuis une trentaine d'années. De ce fait, actuellement et pour quelques années encore, une grosse partie des revenus de capitaux dont bénéficient les fonds ne sont pas distribués aux retraités, mais réinvestis au profit des futurs retraités.

Les fonds possèdent au total une masse impressionnante d'actifs financiers. Pour l'ensemble des « grands marchés développés », selon une estimation des consultants spécialisés Watson Wyatt Worldwide, leur valeur aurait atteint 25 trillions de dollars en 2007, soit plus de 40 % d'un PIB mondial de 60 trillions environ, pour revenir aux environs de 20 trillions fin 2008.

Pour les seuls Etats-Unis, les portefeuilles des fonds de pension s'élevaient en 2007 à environ 10,3 trillions de dollars<sup>14</sup> (10 300 milliards de dollars). Mais les « droits nets des ménages sur les fonds de pension », comme disent les statisticiens, s'élevaient la même année à environ 13 trillions de dollars<sup>15</sup>. Il existe donc un déficit global de provisionnement au niveau des fonds à prestations définies : les réserves sont un peu maigres en comparaison des promesses qui ont été faites aux adhérents. C'est le cas de CalPERS, un fonds de pension géant dont la réputation est bonne, et sur lequel l'encadré ci-dessous donne quelques détails.

*La valeur des  
fonds de pension  
aurait atteint,  
en 2007,  
plus de 40 %  
du PIB mondial*

---

14. Et même 15 trillions fin 2007 pour l'ensemble de l'épargne en vue de la retraite, selon *The Watson Wyatt 2008 Global Pensions Asset Study*, une référence en la matière.

15. 13 163 milliards exactement, selon les données OCDE ; mais à ce niveau, compte tenu des difficultés que l'on a à chiffrer ces droits – le calcul actuariel est notamment très sensible au choix du taux d'intérêt, qui comporte inévitablement une dose d'arbitraire - la marge d'incertitude dépasse très largement 160 milliards de dollars.

## CalPERS, le maxi-fonds californien

CalPERS, « Californian Public Employees' Retirement System », est le fonds de pension du personnel employé par environ 2 500 collectivités publiques californiennes. D'après son dernier rapport annuel (qui couvre la période 1<sup>er</sup> juillet 2007 – 30 juin 2008), ses adhérents cotisants sont 837 000 et ses retraités 455 000. Ce fonds créé avant la seconde guerre mondiale fonctionne à prestations définies. Il a versé en un an 10,9 milliards de dollars de prestations, et encaissé 10,7 milliards de dollars de cotisations. Ses dépenses de fonctionnement absorbent 3,7 % des pensions versées, ce qui est raisonnable par rapport aux autres fonds de pension, mais représente quand même plus du double du pourcentage observé pour l'assurance vieillesse du régime général français.

Ses actifs nets s'élevaient en début d'exercice à 251 milliards de dollars, et en fin d'exercice à 237 milliards de dollars, du fait de la baisse des marchés boursiers. Son portefeuille est composé pour une bonne moitié d'actions, pour un gros quart d'obligations, pour 10 % d'immobilier, et pour 10 % de produits dérivés (« investissements alternatifs », les mêmes que pratiquent les *hedge funds*). Le tableau ci-dessous donne plus de précisions :

### Portefeuille du fonds CalPERS

Type d'actif	Montant (en milliards de dollars)	En pourcentage du total
Placements à court terme	4,3	1,8 %
Actions domestiques (Etats-Unis)	73,9	31,2 %
Actions étrangères	48,5	20,4 %
Obligations domestiques	55,7	23,5 %
Obligations étrangères	4,2	1,8 %
Obligations indexées	4,7	2,0 %
Immobilier (« <i>Real Estate</i> »)	21,8	9,2 %
Investissements alternatifs	24,0	10,1 %
<b>Total</b>	<b>237,1</b>	<b>100 %</b>

Les actuaires estiment à 248 milliards de dollars la valeur actuelle des engagements de CalPERS envers ses adhérents au 30 juin 2007. En comparaison des 251 milliards de dollars d'actifs, au prix du marché, à la même date, on pourrait conclure à une couverture à 101 % des engagements par les avoirs. Cependant les actuaires recalculent la valeur du portefeuille selon leurs propres méthodes, ce qui les amène à 216 milliards de dollars : les engagements, à leur avis, ne sont couverts (« funded ») qu'à 87 %. Ce taux de couverture était de l'ordre de 120 % à la fin du siècle dernier ; il a chuté en 2001 et 2002, en liaison avec l'éclatement de la bulle des sociétés NTIC (« nouvelles technologies de l'information et de la communication »).

### 3 – Fragilité des fonds à prestations définies

Les fonds de pension, comme les régimes par répartition, sont fragiles dès lors qu'ils fonctionnent à prestations définies. La crise financière de ces 18 derniers mois en a donné maints exemples.

Ainsi *Liaisons sociales magazine* de décembre 2008 consacrait un article à « La mauvaise fortune des retraités canadiens » : les adhérents des fonds de pension, dans ce pays où ils sont à plus de 97 % à prestations définies, et où leurs actifs atteignent 55 % du PIB, « voient leurs fonds de retraite laminés par la crise » - la valeur de leurs portefeuilles aurait baissé d'au moins 10 % en 2008. Selon une enquête, il en résulterait une forte crise de confiance : un tiers des travailleurs canadiens voudraient s'arrêter de cotiser !

De même *La Tribune* du 16 octobre 2008 titrait-elle : « La décrue de Wall Street menace à nouveau les fonds de pension ». Selon une étude de Goldman Sachs, les actifs des fonds de pension des 500 plus grandes sociétés cotées à New York (S&P 500) seraient insuffisants de 115 milliards de dollars, alors qu'un an plus tôt ils étaient excédentaires de 95 milliards de dollars : « le taux de couverture des engagements par les actifs des fonds serait aujourd'hui de 91 % contre 108 % à la fin 2007 pour les fonds à prestations définies. »

Aux Pays-Bas, où les fonds de pension sont, en proportion, encore plus importants (actifs représentant 132 % du PIB !), le Gouvernement et la Banque Centrale sont « à leur chevet », selon *Les Echos* du 24 février 2009. On évoque un gel des pensions (c'est-à-dire une suspension des clauses d'indexation) pendant cinq ans, et un report de l'âge de départ (de 65 à 67 ans), en échange de quoi la Banque Centrale, autorité de tutelle de ces fonds, accepterait d'accorder du temps aux fonds pour ramener leurs ratios de solvabilité au niveau réglementaire (dans ce pays, les actifs en portefeuille doivent atteindre au moins 105 % des engagements ; ils sont aujourd'hui, en moyenne, à 96 %). « De grandes entreprises, comme TNT, KPN ou Shell, ont déjà dû ponctionner leurs comptes pour renflouer leurs fonds de pension d'entreprise. »

Sans vouloir repeindre la situation en rose, les présentations très alarmistes que la presse fait parfois (les autorités seraient « au chevet » des fonds de pension comme s'il s'agissait de malades à l'article de la mort ...) doivent être lues avec un peu de recul. L'inadéquation de la réglementation que les autorités doivent faire observer est en effet à l'origine d'une proportion assez importante de leurs soucis. La situation financière des fonds peut n'être nullement catastrophique en cas de baisse de la bourse, car ils ont du temps devant eux : ils ne sont pas obligés de vendre, ils peuvent attendre que les cours remontent.

Le problème est le suivant : en obligeant les fonds à comparer leurs engagements, calculés par les actuaires, à la valeur de marché de leurs portefeuilles, les autorités créent artificiellement l'euphorie ou le désespoir

*En obligeant les  
fonds  
à comparer leurs  
engagements  
à la valeur de  
marché  
de leurs  
portefeuilles,  
les autorités  
créent  
artificiellement  
l'euphorie  
ou le désespoir*

selon que les Bourses sont au zénith ou au plus bas. Les fonds néerlandais, par exemple, ne seraient réellement « dans le rouge » que s'ils étaient obligés de vendre leurs actions, ou s'ils s'étaient laissé berné par des vendeurs de placements « pourris » déguisés en placements de père de famille. La seconde mésaventure est hélas possible, la crédulité de nombreux gestionnaires d'actifs ayant atteint des sommets au cours des dernières années, mais la première est à écarter dans la plupart des cas : exception faite de ceux qui n'ont plus guère d'adhérents actifs, les fonds de pension ont en effet l'avantage de pouvoir gérer des portefeuilles en expansion.

Les fonds à cotisations définies échappent aux réglementations caporalistes, puisque, jusqu'à la liquidation de la pension, ils ne prennent pas d'engagements quantitatifs à l'égard de leurs adhérents. Et comme le moins savant des gestionnaires doit savoir qu'il faut adosser les rentes viagères à des actifs dont la valeur est peu volatile, les engagements à l'égard des retraités ne devraient pas poser d'énormes problèmes de couverture.

En tous cas, les fonds à cotisations définies présentent un avantage déterminant pour les organismes, et notamment les entreprises, qui sont garants des engagements pris envers les adhérents. Avec de tels fonds, ce que l'on appelle le « risque retraite » - le risque d'avoir à verser des sommes importantes en sus des cotisations, pour équilibrer le fonds - est pour eux minime, tandis qu'il est important s'ils proposent à leurs salariés un fonds à prestations définies.

Ce « risque retraite » est de plus en plus pris en compte par les analystes financiers – les personnes qui étudient la situation et les perspectives des sociétés en vue de donner un avis sur leur cours de bourse. Selon une étude portant sur 350 sociétés européennes, citée par *Les Echos* du 24 février 2009, ces sociétés pourraient avoir à constituer à ce titre des provisions représentant 9 % de leurs fonds propres. Une baisse analogue des cours de Bourse serait une conséquence logique.

Dans ces conditions, un cercle vicieux, une spirale descendante, peuvent se mettre en place. En effet la baisse de la bourse oblige les sociétés à recapitaliser leurs fonds de pension, ce qui les appauvrit, et leur appauvrissement se traduit par une chute de leur prix en bourse, ce qui les oblige... (etc.)

On peut tirer de ces analyses une conclusion forte : le système des fonds de pension, comme le système des retraites par répartition, a besoin d'être réformé. Cette réforme devrait logiquement aller dans le sens du remplacement de fonds à prestations définies dont les employeurs sont responsables par des fonds à cotisations définies tout à fait indépendants des entreprises.

*Le système des  
fonds de pension,  
comme  
le système des  
retraites  
par répartition,  
a besoin d'être  
réformé*



Ce changement est en cours, sans que les pouvoirs publics s'en soient énormément mêlés : selon Watson Wyatt, aux Etats-Unis les actifs des plans de retraite à cotisations définies représentaient 56 % du total en 2007, et la progression est rapide puisque le pourcentage n'était que de 47 % fin 1997.

#### ***4 – Miser entièrement sur la capitalisation ? Le cas chilien***

Le Chili a réalisé en 1980 une réforme structurelle de son système de retraites. Jusqu'à cette date, les personnes (environ 60 % de la population) qui étaient affiliées à un régime public de retraite relevaient de la répartition ; les nouveaux entrants sur le marché du travail furent dirigés sur un nouveau système, par capitalisation, et les salariés déjà en fonction furent incités à opter pour le nouveau système, ce que beaucoup firent, car les cotisations y étaient presque deux fois moins lourdes.

Chaque salarié choisit un « administrateur de fonds de pension » (AFP) auquel il verse sa cotisation (10 % du salaire) et qui tient son compte. Cet organisme utilise plusieurs fonds, investissant selon des stratégies différentes, pour faire fructifier les cotisations reçues. Fin 2004, les actifs ainsi gérés atteignaient environ 60 % du PIB – une proportion sensiblement équivalente à ce que l'on observe aux Etats-Unis.

Ces fonds ne sont pas des fonds de pension au sens strict, en ce sens que la sortie en rente viagère n'est pas automatique : si l'adhérent choisit cette formule, il s'adresse à une compagnie d'assurance, qui lui accorde une rente en échange du capital que représente son compte auprès de l'AFP. L'autre solution consiste en retraits mensuels programmés, qui amenuisent petit à petit le solde du compte ; si le décès survient avant que le compte soit vide, le solde revient aux héritiers ; et dans le cas contraire, après épuisement du compte l'adhérent a droit à une sorte de minimum vieillesse financé par l'Etat.

Une troisième possibilité existe lorsque le solde du compte en fin d'activité professionnelle est important : utiliser une partie du capital pour acheter une rente viagère, à condition que son montant mensuel soit supérieur d'au moins 20 % au minimum vieillesse, et employer le reste à sa guise.

Le Chili a donc mis en place une épargne obligatoire en vue de la retraite, et non des fonds de pension à proprement parler, même si c'est cette expression qui apparaît dans les textes officiels. Tous les Chiliens ne bénéficient pas de cette formule, car il existe dans ce pays un secteur informel important, dont les acteurs (travailleurs indépendants et salariés « au noir ») sont généralement trop préoccupés par leurs fins de mois pour épargner 10 % de leurs gains en vue de leur retraite et subir les autres prélèvements inhérents au travail déclaré. Mais ceux qui y adhèrent ont lieu d'être plutôt satisfaits, car les rendements de leurs comptes, du moins jusqu'en 2007, ont été excellents.

***Le Chili  
a mis en place  
une épargne pour  
la retraite,  
dont les  
rendements,  
au moins  
jusqu'en 2007,  
ont été excellents***

Ce fait a souvent inspiré des commentaires tout feu, tout flamme aux partisans européens et français d'un basculement complet dans la capitalisation. Cet enthousiasme n'est pas raisonnable, car la situation économique du Chili au cours du dernier quart de siècle a été tout à fait différente de celle de la France : une croissance d'environ 7 % par an, donc plus de trois fois supérieure à la croissance française, a requis des investissements très importants (de l'ordre de 25 % du PIB chaque année) qu'il n'a été possible de financer qu'en accordant de hauts rendements aux apporteurs de capitaux. Non seulement la Bourse a été plus fortement haussière qu'en Europe et aux Etats-Unis – où pourtant les performances ont été surprenantes jusqu'en 2007 – mais les placements bancaires rapportaient 8 à 10 % net d'inflation.

Comme les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, un jour viendra où la croissance chilienne sera durablement plus modeste, la rémunération du capital moins avantageuse et celle du travail proportionnellement meilleure, si bien que la capitalisation, tout en restant une formule intéressante, n'apparaîtra plus comme surclassant de très loin la répartition.

### ***5 - Imposer une petite part de capitalisation ? La recette suédoise***

La réforme suédoise de 1998 est surtout connue par l'introduction de « comptes notionnels », une variété de points<sup>16</sup>, dans le système par répartition, qui a ainsi rompu avec les calculs par annuités auxquels tiennent tant les gouvernements français. Mais elle comporte aussi la mise en place de fonds de pension homologués, avec obligation de cotiser à l'un d'entre eux, librement choisi, au taux de 2,5 %. Ainsi la retraite « de base », celle que l'on appelle classiquement « le premier pilier », comporte-t-elle désormais en Suède une composante capitalisation. Celle-ci s'ajoute aux fonds de pension du « second pilier », c'est-à-dire aux retraites complémentaires d'entreprise, dont bénéficient quasiment tous les salariés suédois, car la loi les a rendues obligatoires, et elle a fixé le taux de cotisation minimal à 4 % (bien des employeurs vont au delà).

En outre, le régime par répartition est doté d'un fonds de réserve, qui existait avant la réforme, et dont les actifs représentent environ 5 années de prestations. Le fonds de réserve des retraites français, lui, possède l'équivalent de trois à quatre mois de prestations... et il aurait déjà été dépensé à moitié si, au lieu d'emprunter, on s'en était servi pour financer les déficits que la CNAVTS a enregistré ces trois dernières années. Si intéressant soit-il, car il permet une régulation en douceur du régime par répartition, nous ne nous attarderons pas davantage sur le fonds de réserve suédois, puisqu'il ne s'agit pas d'un fonds de pension.

---

<sup>16</sup>. Pour de plus amples explications, voire J. Bichot, *Allemagne, Suède, Italie, Chili, France. Réforme des retraites : petits pas ou big-bang ?* Note de l'Institut Montaigne, mai 2009, disponible sur [www.institutmontaigne.org](http://www.institutmontaigne.org)

*Au cours des 25 dernières années, le Chili a bénéficié d'une croissance de 7 % par an. A terme, cette croissance devrait forcément être moins élevée et l'épargne moins rentable*

Chaque travailleur suédois dispose d'un compte en couronnes auprès d'un fonds de pension homologué ; chaque année, il reçoit sur la même feuille le relevé de son compte notional, et de son compte de capital. Pour ce dernier, le solde est accru de ses cotisations, et de la part qui lui revient dans la valorisation du fonds<sup>17</sup> (ou diminué de la part qui lui revient dans la dévalorisation du fonds). Le compte de capital d'un Suédois est donc chaque année exprimé en couronnes d'après la valeur de marché des actifs possédés par le fonds.

Lorsque ce Suédois prend sa retraite, il a le choix entre deux options pour sa « premium pension » – sa pension par capitalisation.

- Celui qui ne craint pas de prendre des risques, en contrepartie d'une espérance de gain plus forte, laisse le fonds continuer à gérer son capital. Il perçoit alors une pension qui varie en fonction des performances du fonds.
- Celui qui préfère la sécurité, fut-ce au prix d'une moindre espérance de gain, solde son compte, dont le montant est versé à un organisme appelé Premium Pension Authority (PPM), qui devient débirentier d'une rente viagère tout à fait analogue à celle qui pourrait être achetée à une compagnie d'assurance.

Les fonds de pension suédois fonctionnent de manière assez semblable à nos SICAV de capitalisation, d'où l'on se retire en obtenant pour chaque part ou action un quantum de la valeur liquidative du portefeuille. Le Suédois qui, lorsqu'il prend sa retraite, entend mordicus se retirer du fonds pour acheter une rente viagère, se trouve dans une situation analogue à celle du Chilien : si cela a lieu lorsque la Bourse est au plus haut, il obtient une bonne pension, mais si la Bourse est au plus bas, les arrérages de la rente sont nettement plus modestes. Il existe donc un aléa important.

En revanche, le Suédois dispose d'une alternative : si la bourse est faible, il peut rester dans le fonds, en espérant que le soleil revienne après la pluie, c'est-à-dire que la Bourse remonte et que sa pension fasse de même. Le Chilien bénéficie d'une alternative semblable, mais de façon plus fruste, puisque s'il choisit de rester dans le fonds, il n'obtient pas une rente viagère, mais seulement des retraits programmés sur une longévité moyenne, ce qui l'expose au risque de terminer son existence avec seulement le minimum vieillesse.

On peut donc considérer la formule suédoise comme une manière intéressante de ménager les intérêts de l'assuré social tout en assurant l'équilibre financier du système. Si la France décidait de se doter elle aussi d'un système public de retraite comportant une petite part de capitalisation à côté d'une grosse part de répartition, elle serait sans doute bien inspirée en étudiant attentivement la premium pension suédoise.

---

17. Le calcul est très simple : si Mr. X a sur son compte au 1<sup>er</sup> janvier x % de la valeur du fonds à cette même date, il est crédité au 31 décembre de x % de l'augmentation de cette valeur (hors cotisations) entre ces deux dates. Bien entendu, si le fonds perd de la valeur, c'est un débit qui intervient sur le compte de Mr. X.

*Le premier pilier  
de la retraite  
des suédois  
est composé  
d'une partie  
en répartition et  
d'une partie en  
capitalisation*

## **À QUELLES CONDITIONS LES FONDS DE PENSION SONT-ILS RAISONNABLEMENT SÛRS ?**

N'importe quel dispositif en vue de la retraite, par répartition comme par capitalisation, est tributaire de l'évolution économique et démographique à long terme. Si par exemple les taux de natalité venaient à s'effondrer, même les retraites par capitalisation décevraient les espoirs des adhérents, car la valeur des actifs fléchirait fortement dans un monde où beaucoup de fonds de pension voudraient vendre les leurs à des travailleurs de moins en moins nombreux. Quand aux retraites par répartition, elles sont loin d'être insensibles au comportement de l'économie : si la croissance est en panne, ce ne sont pas les nombreux chômeurs qui vont payer aux retraités des pensions plantureuses !

A cet égard, la conjoncture française actuelle est instructive : nos gouvernants comptaient sur l'amélioration de l'emploi pour transférer des cotisations de l'assurance chômage vers l'assurance vieillesse ; l'arrivée de la crise, et la remontée du chômage, ont montré qu'il s'agissait là, en quelque sorte, des rêves que faisait Perrette en cheminant vers le marché avec son pot de lait : une fois la précieuse croissance répandue par terre comme le lait de l'accorte fermière, « adieu veau, vache, cochon, couvée » ! Pour l'instant, relance oblige, il a été décidé d'accroître l'endettement de la sécurité sociale et de l'Etat, mais le moment viendra fatalement où il faudra faire des économies sur les pensions.

Il ne s'agit donc pas ici de dévoiler quelque merveilleux et mystérieux moyen de faire bonne chère avec peu d'argent, comme l'aurait voulu Harpagon, c'est-à-dire d'avoir de confortables pensions à un âge assez précoce même si l'économie et la démographie piquent du nez : ce n'est tout simplement pas possible. Le problème est plutôt d'examiner les moyens propres à éviter que les fonds de pension ne constituent une sorte de loterie, où les gagnants seraient ceux qui liquideraient leur pension au sommet d'un cycle boursier, et les perdants ceux qui partiraient au creux de la vague.

Pour cela, il faut entrer un peu dans la technique.

### ***1 – La pension ne doit pas être calculée d'après la valeur de marché d'un portefeuille au moment de la liquidation***

Supposons que le fonds de pension place les cotisations dans une sorte de SICAV, et se base sur la valeur liquidative de cette SICAV au jour de la liquidation de la pension pour calculer le montant mensuel de celle-ci<sup>18</sup>. Si la SICAV est principalement composée d'actions, ce qui est la meilleure stratégie

*Capitalisation  
ou répartition,  
chacun des  
systèmes  
est tributaire,  
à long terme,  
de l'évolution  
économique et  
démographique*

---

18. C'est ce à quoi revient la première option en Suède.

pour valoriser à long terme l'épargne des cotisants, l'adhérent parti en juillet 2007 lorsque le CAC 40 était à 6 000 points, le Dow Jones à 14 000 et ainsi de suite, obtient une mensualité confortable, tandis que celui qui prend sa retraite dix-neuf mois plus tard, avec un CAC 40 à 3 000 points et un Dow Jones à 7 000, en ayant cotisé tout autant, perçoit seulement la moitié.

Ce n'est certes pas ce que les travailleurs attendent d'un système de retraites, qu'il soit par capitalisation ou par répartition. La pension doit dépendre de l'âge à la liquidation, conformément au principe de neutralité actuarielle, parce qu'il est juste qu'à effort contributif égal celui qui en bénéficie tard, et donc probablement moins longtemps, touche davantage chaque mois que celui qui, cessant de travailler assez jeune, a de grandes chances de percevoir ses mensualités plus longtemps. En revanche, la pension doit être approximativement la même pour deux personnes qui partent à la retraite au même âge, mais à quelques années de distance, après avoir cotisé autant l'une que l'autre.

Les fonds à prestations définies remplissent assez bien cette condition, mais en revanche ils manquent de la souplesse voulue pour moduler leur générosité en fonction des évolutions à long terme de l'économie. Leurs promesses sont sympathiques, mais trop belles pour être vraies : le risque est fort qu'elles ne puissent pas être tenues. Le problème est donc d'organiser des fonds à cotisations définies qui protègent leurs adhérents des fluctuations conjoncturelles tout en adaptant les pensions aux tendances de longue période.

## ***2 – Du bon usage des cantonnements***

Le mot « cantonnement » a des résonances militaires : au retour d'une opération, la troupe regagne son cantonnement. Il est également employé en finances pour désigner le fractionnement d'un portefeuille en plusieurs « cantons » auxquels sont assignés des rôles différents.

Dans un fonds à cotisations définies, on distingue généralement au moins deux « cantons », l'un destiné à faire fructifier le plus possible l'apport des cotisants, l'autre à garantir le versement régulier de leurs pensions aux retraités. Dans le canton « cotisants », on trouve surtout des titres qui offrent de bonnes perspectives à long terme, mais peuvent subir de fortes fluctuations à court et moyen terme : des actions et des titres de propriété immobilière. Pour le canton « retraités », on veut avoir un rendement sûr et peu de variations de cours : on y place des obligations et des créances à court terme, des liquidités, comme dans des SICAV obligataires et des SICAV monétaires. Le canton « cotisants » s'apparente plutôt à une SICAV actions. Voilà pour l'actif du fonds de pension.

Le passif, lui, comporte essentiellement les comptes des adhérents. Le plus souvent, cette comptabilité est tenue en unités de compte, qu'il est commode d'appeler « points » : comme dans les régimes ARRCO et AGIRC, chaque fois

*L'objectif est d'organiser des fonds à cotisations définies qui protègent leurs adhérents des fluctuations conjoncturelles tout en adaptant les pensions aux tendances de longue période*

qu'une cotisation est versée, le compte de l'adhérent est crédité d'un nombre de points proportionnel au montant de cette cotisation<sup>19</sup>. Les comptes des cotisants augmentent jusqu'à ce qu'ils deviennent retraités : à partir de la liquidation de leur pension, ils arrêtent de cotiser, si bien que le nombre de leurs points reste constant.

## ACTIF

### Portefeuille du Fonds de Pension

Canton « Cotisants »  
Actifs à risque  
(actions, immobilier...)

Fluctuations fortes

Canton « Retraités »  
Actifs peu risqués  
(obligations, marché  
monétaire...)

Fluctuations faibles

## PASSIF

### Droit des adhérents

Cotisants  
Points d'accumulation  
Acquis par cotisations  
Annulés par liquidation

Retraités  
Points de Pension  
Acquis par liquidation  
Annulés par décès

Lors de la liquidation de la pension, les points de l'adhérent correspondant aux titres du canton « cotisants » sont transformés en un droit à pension, garanti par les valeurs du canton « retraités ». Ce droit à pension peut lui-même être mesuré à l'aide de points – disons des « points de pension », pour les distinguer des premiers que l'on peut appeler « points d'accumulation ». C'est commode : décider des montants des pensions mensuelles pour l'année

<sup>19</sup>. A la différence de ce qui se passe dans les régimes complémentaires par répartition, ces points (qui représentent les droits des adhérents) n'ont pas comme contrepartie un droit de l'organisme de prélever des cotisations sur les futurs travailleurs, mais des actions, obligations et autres titres, logés dans le canton cotisants.

suivante revient à fixer la « valeur de service » du point de pension. Par exemple, si les performances du portefeuille constituant le canton « retraités » permettent de porter la valeur du point de 50 € à 51 €, les pensions sont augmentées de 2 %. Si M. Dupont a 240 points de pension, il a droit cette année à 12 000 € (1 000 € par mois), et il percevra l'année suivante 240 fois 51 € soit 12 240 € (1 020 € par mois).

La règle présidant à la transformation des points d'accumulation en points de pension est névralgique. Si les points d'accumulation sont assimilés à des parts de SICAV dont la valeur sert à acheter des points de pension, alors un nombre donné de points d'accumulation ouvre droit à plus ou moins de points de pension selon que la bourse est haute ou basse au moment de la liquidation : cela revient à jouer une partie de sa pension à la loterie et, comme il a déjà été dit, ce n'est pas ce que veulent les personnes qui adhèrent à un fonds de pension. Autant alors faire sa pelote (se constituer un capital) à l'aide d'une ou plusieurs SICAV et, le moment venu, revendre ses parts pour acheter une rente viagère : l'aléa est le même, mais du moins garde-t-on la liberté de faire autre chose de son argent (par exemple le donner à ses enfants) si on s'aperçoit que l'on a par ailleurs des revenus suffisants pour bien vivre durant sa retraite.

Il convient donc que les points d'accumulation soient transformés en points de pension en se basant non pas sur la valeur instantanée du canton cotisants, la « *fair value* » ou valeur de marché ou encore valeur liquidative, mais sur une valeur calculée à partir des prix de marché observés sur une longue période, des revenus du portefeuille, des perspectives pour l'avenir, et le cas échéant d'autres facteurs. En tenant compte du rendement du portefeuille, par exemple, on remédie aux fluctuations du rapport cours/bénéfice, le fameux PER (*Price Earning Ratio*), qui sont la cause d'une part importante des fluctuations boursières.

Il n'existe bien sûr pas de formule magique, ni de formule unique, pour calculer raisonnablement le coefficient de transformation des points d'accumulation en points de pension, pas plus qu'il n'existe de recette parfaite pour guider les choix d'investissement. Au moment de choisir un fonds de pension, chacun doit se renseigner sur sa capacité à placer intelligemment l'argent qui va lui être confié, et aussi sur la façon dont il procédera pour transformer en droits à pension les investissements réalisés durant la période de cotisation. Il est important qu'un tel choix puisse être éclairé par des organismes indépendants, car (sauf exception) les particuliers ne peuvent pas faire les investigations requises, ni analyser la formule de calcul du coefficient de transformation sus-mentionné.

Ce qu'il importe de retenir est que les actuaires sont capables de faire fonctionner un fonds de pension selon la formule « à cotisations définies », seule à exclure les promesses de gascon<sup>20</sup>, sans que pour autant la pension

*Les points d'accumulation doivent être transformés en points de pension en se basant sur une valeur calculée à partir des prix de marché observés sur une longue période*

---

20. Je demande pardon à Cyrano de Bergerac, dont je suis un fan !

obtenue dépende fortement des fluctuations de la bourse. Cette indépendance est acquise :

- Après la liquidation, grâce au cantonnement, le « canton retraité » hébergeant des titres dont le rendement et le prix de marché sont assez stables.
- Lors de la liquidation, grâce à une formule de passage qui n'est pas basée sur la valeur de marché du canton « cotisants » à cette date, mais sur une sorte de moyenne des performances à long terme du portefeuille.

### **3 – La force des fonds de pension : ne pas être obligé de vendre**

Fondamentalement, si les fonds de pension peuvent « gommer » les fluctuations boursières, c'est pour une raison simple : sauf s'ils ne recrutent plus de nouveaux adhérents, ils ne sont pas contraints de vendre. Or, comme chaque investisseur en bourse le sait bien, ne pas avoir à liquider ses placements par suite d'un besoin urgent et impératif d'argent liquide est une des conditions requises pour faire de bonnes affaires.

En régime de croisière, un fonds de pension reçoit des cotisations et verse des pensions. Devrait-il avec les premières acheter des actions et obligations sur les marchés, tandis qu'il en vendrait pour payer les secondes ? Cela ferait l'affaire des sociétés de bourse et autres intermédiaires des transactions, mais il en résulterait des frais de gestion tout à fait inutiles !

Il est bien plus économique d'utiliser pour payer les pensions une partie de l'argent provenant des cotisants. Cela ne signifie nullement que les fonds de pension fonctionneraient en régime de croisière comme les régimes par répartition, selon la formule « *pay-as-you-go* ». Cela veut plutôt dire qu'il existe des transactions internes à chaque fonds de pension : les personnes qui touchent leurs pensions cèdent en quelque sorte une fraction de leurs droits sur les placements liquides et obligataires à celles qui liquident leurs pensions, qui cèdent elles-mêmes leurs droits sur les actions aux cotisants, dont l'argent va aux retraités<sup>21</sup>.

Un fonds de pension organise ainsi des échanges entre ses adhérents, sur des bases différentes des prix de marché des actifs financiers, trop fluctuants. C'est un peu comme un industriel qui passe un contrat d'approvisionnement à long terme avec un producteur de la matière première qu'il utilise – par exemple tel minerai – au lieu de payer à chaque livraison le prix du marché à cette date. Un tel contrat est généralement profitable aux deux parties : l'industriel peut prévoir ses coûts, et le producteur de matière première ses recettes.

---

21. Le lecteur intéressé par une approche plus technique de ces transactions internes aux fonds de pensions en trouvera une en annexe, montrant qu'il s'agit d'une forme de compensation comparable à celle utilisée par la technique cambiaire – celle des lettres de change.



Transposée à l'industrie des pensions, si l'on ose dire, une telle organisation rend de grands services : elle met la finance classique, et donc (par son intermédiaire) les investissements réels, au service de la préparation des retraites, tout en gommant ses aspérités, c'est-à-dire en réduisant fortement les risques liés à des fluctuations de cours passablement erratiques. Une formule aussi intelligente et utile a évidemment un bel avenir devant elle ... à condition toutefois qu'on ne lui demande pas la lune.

#### ***4 – Ne pas demander aux fonds de pension plus qu'ils n'ont à offrir***

Le mythe d'un passage total à la capitalisation est heureusement moins vivace aujourd'hui qu'il ne l'était il y a quelques années. Il reste cependant nécessaire d'expliquer pourquoi il est économiquement impossible de miser exclusivement sur la capitalisation. C'est en effet en ne demandant pas à celle-ci plus qu'elle ne peut donner qu'on en obtiendra les meilleurs services – des services très utiles en complément de ceux que rend la répartition.

Actuellement, dans un pays comme la France, les pensions absorbent 13 % du PIB, et ce pourcentage ne risque guère de diminuer. Elles ne représentent cependant pas la totalité de ce qui va aux retraités : il convient d'y ajouter la prise en charge de la dépendance des personnes âgées, soit environ 1 % du PIB, et la prise en charge de la plus grosse partie de leur assurance maladie, soit à peu près 4 points de PIB. Il s'agit donc de prélever en faveur des retraités 18 % du PIB, et probablement 20 % d'ici dix ou vingt ans.

Le PIB français s'est élevé à 1 892 milliards d'euros en 2007 ; 18 % de cette somme représentent 340 milliards d'euros. Les fonds de pension, pour verser chaque année une telle somme, devraient disposer de portefeuilles dont la valeur serait à peu près la valeur actuelle de 340 milliards d'euros à percevoir pendant 20 ans<sup>22</sup>. Calculée au taux de 3 %, cette valeur s'élève à 5 240 milliards d'euros. Or le patrimoine net des ménages, d'après les comptes nationaux<sup>23</sup>, s'élevait en 2007 à 9 467 milliards d'euros, dont 3 717 pour les terrains ; ces valeurs sont susceptibles de fluctuer fortement à la baisse puisqu'elle n'atteignaient, respectivement, que 5 556 milliards d'euros et 1 421 milliards d'euros respectivement en 2002. Le patrimoine financier des ménages, en 2007, s'élevait à 3 573 milliards d'euros, somme nettement inférieure à ce que ceux-ci devraient posséder par l'intermédiaire des fonds de pension. Ces derniers devraient, en effet, posséder des actifs pour une valeur presque égale au patrimoine net des ménages, et même davantage en année ordinaire si l'on tient compte du fait qu'en 2007 la bourse et l'immobilier étaient au zénith du fait d'une bulle financière et immobilière.

22. Ou davantage, car l'espérance de vie à 61 ans, âge moyen à la liquidation, dépasse déjà sensiblement 20 ans. Nous retenons cependant cette durée par souci d'examiner ce qui se passe avec des hypothèses plutôt défavorables à notre thèse.

23. Nathalie Couleaud et Frédéric Delamarre, « Le patrimoine économique national de 1978 à 2007 », *INSEE Première*, n° 1229, Mars 2009.

*En terme de  
retraites,  
il est  
économiquement  
impossible de  
miser  
exclusivement  
sur  
la capitalisation*

Il résulte de ces quelques chiffres que, sauf augmentation spectaculaire du taux d'épargne des Français (déjà l'un des plus hauts des pays développés) et obtention durable d'un excédent massif de la balance des paiements extérieurs (nécessaire pour acquérir quantité d'actifs à l'étranger), les comptes auprès des fonds de pension devraient se substituer aux deux tiers environ des actifs financiers des ménages et de leurs droits de propriété sur les logements et terrains.

Par exemple, l'épargne liquide restant nécessaire pour la vie quotidienne, l'assurance vie (un peu plus de 1 000 milliards d'euros), les SICAV, les fonds communs de placement et l'épargne à long terme (PEA, PEL, etc.) devraient disparaître en totalité au profit des fonds de pension. La propriété d'environ les deux tiers des logements et terrains bâtis appartenant actuellement aux ménages devrait également être transférée aux fonds de pension. L'héritage, par voie de conséquence, ne représenterait plus que le tiers de ce qu'il est aujourd'hui. Notre modèle de société serait changé en profondeur ; la propriété privée céderait la place à une sorte de socialisme des fonds de pension.

En outre, la répartition du patrimoine pose un sérieux problème pour passer à un système « tout fonds de pension ». En effet, les inégalités patrimoniales sont très supérieures aux inégalités de revenus, tandis que les inégalités de pensions leur sont légèrement inférieures. Or s'il est envisageable qu'un ménage ayant un actif net situé entre 200 000 € et 500 000 € accepte de le convertir aux deux tiers en droits sur un fonds de pension, il est beaucoup moins probable que les titulaires de grandes fortunes, et ceux qui ont un tout petit patrimoine, y consentent.

D'après l'enquête patrimoine menée par l'INSEE en 2004<sup>24</sup>, les 10 % des ménages les plus riches détiennent 46 % du patrimoine total des ménages. Un bon nombre d'entre eux écornerait très superficiellement son patrimoine en l'utilisant pour cotiser aux fonds de pension : on serait très loin de la proportion des deux tiers requise pour le fonctionnement des fonds.

Quant à la moitié la moins fortunée, composée de ménages dont le patrimoine était alors inférieur à 99 000 €, elle totalise seulement 7 % du patrimoine global. Pour la plupart des ménages de cette catégorie, les cotisations aux fonds de pension pourraient difficilement être réglées à l'aide des revenus de leur patrimoine, ou de leur patrimoine lui-même, celui-ci étant déjà réduit au strict minimum. Or les cotisations vieillesse continueraient à être prélevées, car on ne saurait interrompre le versement des pensions dues au titre de la répartition, sauf à précipiter les personnes âgées dans la misère. Les cotisations aux fonds de pension viendraient donc amputer leur revenu disponible, plongeant ainsi de nombreux ménages à petits budgets dans de graves difficultés, et

*Si les retraites étaient intégralement financées par des fonds de pension, la propriété privée céderait la place à une sorte de socialisme des fonds de pension*

---

24. *Données sociales 2006*, INSEE

provoquant une baisse de la consommation préjudiciable à la croissance et à l'emploi.

### La répartition des patrimoines en France

Le tableau ci-dessous est extrait de *Données sociales* (INSEE, 2006 – dernière édition disponible). Les chiffres proviennent de l'enquête patrimoine 2004 de l'INSEE.

#### Répartition du patrimoine des ménages français

Quantile	Seuil inférieur du quantile	Pourcentage du patrimoine total détenu par les ménages du quantile
1 % supérieur	1 270 000 €	13 %
10 % supérieur	382 000 €	46 %
Moitié supérieure	99 000 €	93 %

Une montée en puissance des fonds de pension suffisante pour passer en quelques décennies de la répartition à la capitalisation pure n'est donc rien de plus qu'un rêve.

En revanche, les titulaires de revenus professionnels confortables, tels que les cadres supérieurs et une partie des chefs d'entreprise et membres des professions libérales, pour lesquels les retraites par répartition sont souvent inférieures de moitié à leur revenu d'activité, sont les clients naturels des fonds de pension. Les organismes collecteurs d'épargne en vue de la retraite ne s'y trompent d'ailleurs pas : ils les ciblent comme « prospects » privilégiés. Les ménages de ces catégories disposent d'une épargne et de revenus suffisants pour alimenter des fonds de pension sans guère réduire leur train de vie, et tout en conservant de quoi transmettre à leurs héritiers des biens en quantité respectable, conformément à un désir qui est particulièrement fort en France.

## CONCLUSION

La crise suscite une inquiétude légitime relativement à l'épargne en vue de la retraite. Les stratégies d'accumulation qui débouchent sur une conversion en rente viagère pour laquelle le capital est évalué au prix du marché comportent de gros aléas : si la liquidation survient quand la bourse est euphorique, le nouveau retraité est agréablement surpris, mais si elle a lieu au moment où les marchés ont fait le plongeon, il n'a droit, jusqu'à la fin de sa vie, qu'à une pension décevante. Jouer à la roulette le niveau de vie que l'on aura durant le dernier quart de sa vie n'est évidemment pas le rêve pour qui recherche au contraire le moyen de vivre ses vieux jours dans une aisance convenablement sécurisée.

Pour parvenir à ce but, les employeurs ont commencé par mettre en place des fonds de pension à prestations définies. Apparemment, cette formule répond parfaitement au souhait des futurs retraités : savoir longtemps à l'avance de quel revenu on bénéficiera au moment où l'on cessera de travailler. Hélas ! la mariée était trop belle. C'est une chose de faire une promesse à trente ou quarante ans d'échéance ; c'en est une autre de la tenir. Et comme si les aléas économiques ne suffisaient pas, voilà que des régulateurs remplis de ces bonnes intentions dont l'enfer est pavé contraignent les fonds à faire rentrer des versements patronaux démesurés juste au moment où les entreprises sont en mauvaise posture, tandis qu'ils les dispensent de cotiser au moment où leurs caisses sont pleines.

Des réformes relatives aux règles prudentielles auxquelles sont soumis les fonds de pension à prestations définies sont donc absolument nécessaires. Mais nécessaire ne signifie pas suffisant ! En supposant ce problème réglé par l'introduction d'un lissage sur longue période de la valeur des actifs à prendre en compte dans les ratios prudentiels, il resterait que l'avenir n'est écrit nulle part, et que par conséquent la notion même de « prestations définies » doit être soit abandonnée, soit fortement revue et corrigée.

En fait, il n'est pas raisonnable de demander aux gestionnaires de fonds d'atteindre impérativement des objectifs fixés plusieurs décennies à l'avance. La formule des fonds « à cotisations définies » est beaucoup mieux adaptée à la réalité économique. Mais beaucoup d'entre eux soulèvent actuellement la difficulté qui a été signalée plus haut : ils proportionnent la pension à la valeur de marché du portefeuille du fonds au moment de sa liquidation. Comment résoudre ce problème ?

Il est possible de faire fonctionner les fonds à cotisations définies d'une manière qui protège leurs adhérents d'une grande partie des aléas découlant des fluctuations de cours affectant inévitablement, sur courte et moyenne période, les valeurs de marché des actifs les plus rentables à long terme : il

*Des réformes  
relatives aux  
règles  
prudentielles  
auxquelles  
sont soumis les  
fonds de pension  
à prestations  
définies  
sont absolument  
nécessaires*

suffit de calculer les pensions en se basant non pas sur cette « *fair value* » instantanée, mais sur des moyennes ou des tendances de longue période et sur diverses données actuarielles.

Procéder de la sorte a une heureuse conséquence : le fonds fait tout simplement bénéficier ses adhérents de sa pérennité. Un travailleur n'a pas l'éternité devant lui pour choisir le moment de son départ en retraite ; il peut être contraint, s'il doit se débrouiller seul, de vendre son portefeuille d'actifs à haut rendement à un moment où les cours de ces actifs sont bas, comme il peut avoir la chance de tomber au moment où les cours sont élevés. Le fonds, lui, peut réaliser une péréquation entre les hauts et les bas. Pour cela, il organise un sorte de pacte entre ses adhérents, par lequel ils renoncent à l'avantage aléatoire de vendre au plus haut pour être protégés en échange contre l'inconvénient aléatoire de vendre au plus bas.

Un tel pacte ressemble assez au pacte viager, par lequel les adhérents à un système de retraite ou de rente viagère acceptent de ne récupérer qu'une partie de leur mise, voire rien du tout, si leur décès survient prématurément, en échange de la perspective d'obtenir plus que leur contribution si la grande faucheuse tarde à s'occuper d'eux.

Ajoutons pour terminer l'intérêt que présentent pour l'économie dans son ensemble des fonds de pension qui réussiraient à s'extraire de la tyrannie du court terme, à laquelle les a maladroitement soumis le mode de rémunération des gérants lié aux résultats annuels, voire trimestriels. N'étant jamais obligé de vendre (sauf mise en extinction), un fonds de pension a le temps pour lui ; il peut donc tirer le meilleur parti des actifs risqués dans lesquels il investit pour obtenir de hauts rendements. Cela devrait faire de lui un actionnaire à la fois exigeant et fidèle, à l'opposé de ces preneurs de participation qui cherchent à faire des « coups » en revendant le plus rapidement possible leurs acquisitions avec une plus-value, preuve – dans le système que nous critiquons, actuellement très répandu – de la qualité de leur gestion.

### **Le modèle Wallenberg**

Les Wallenberg, famille suédoise célèbre par sa fortune, ont fait l'objet d'une page fort intéressante dans *Les Echos* du 2 mars 2009. L'un des membres de cette dynastie actuellement « aux manettes » y explique : « *Nous sommes là pour le long terme. Les fonds d'investissement pensent sur une échelle de trois à sept ans. Pas nous. Nous ne nous fixons aucune date de sortie. (...) Lorsqu'une des entreprises dans lesquelles nous avons investi connaît de graves problèmes et que nous croyons toujours à son potentiel, nous continuons à la soutenir. En 2002, lorsque ABB était au plus bas, nous avons doublé notre participation ; et nous avons fait de même avec Ericsson par la suite.* »

Les fonds de pension pourraient gérer leurs portefeuilles de la même manière, en ayant le temps devant eux, en échappant à la tyrannie du court terme, si nocive pour l'économie.

Si des réformes allant dans le sens qui vient d'être indiqué étaient mises en place en France, les fonds de pension pourraient y trouver un important terrain d'expansion, vu la faiblesse de leur implantation actuelle, et les problèmes prévisibles des retraites par répartition. L'économie française y gagnerait beaucoup.

**Jacques Bichot**

*Economiste, professeur émérite à l'Université Jean Moulin (Lyon III)*

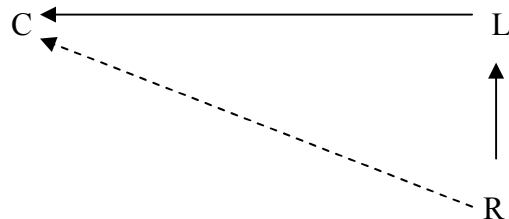
---

# ANNEXE

## Fonds de pension et lettres de change : deux techniques de compensation très comparables

Approfondissons ce qui a été dit en III C : dans un fonds de pension, « les personnes qui touchent leurs pensions cèdent en quelque sorte une fraction de leurs droits sur les placements liquides et obligataires à celles qui liquident leurs pensions, qui cèdent elles-mêmes leurs droits sur les actions aux cotisants, dont l'argent va aux retraités ».

Il s'agit là d'une compensation classique : les R ( les retraités qui perçoivent leurs pensions) se font payer par les C ( les cotisants) ce que leur doivent les L ( les personnes qui, liquidant leurs pensions, reprennent aux R une partie de leurs placements liquides et obligataires ) parce que les C, en rachetant des actions aux L, en deviennent débiteurs et que leur dette s'éteint dans l'opération, tout comme la dette des L envers les R, dette née du « rachat » de titres par les nouveaux retraités (L) aux anciens retraités (R). Au lieu que l'argent versé par C serve à payer L qui s'en servirait pour payer R, l'argent passe directement de C à R et les dettes de C envers L et de L envers R sont éteintes dans l'opération.



(Dans ce schéma, les flèches vont du créancier vers le débiteur)

Dans le schéma, la créance de R sur L et celle de L sur C, supposées de même montant, sont remplacées par une créance (encore du même montant) de R sur C, qui sera éteinte par un paiement direct de C à R. Il s'agit de la compensation triangulaire la plus classique.

Bien entendu, lorsque le montant des créances compensées n'est pas identique, cette compensation porte seulement sur le montant de la plus petite. Si par exemple le fonds est en train de monter en puissance, il y a peu de retraités, relativement un peu plus de personnes qui liquident leurs pensions, et surtout davantage de cotisants : la créance de R sur L est la plus faible, et la compensation laisse de côté une part importante de l'argent apporté par les cotisants ; cette part sert à acheter des titres pour les deux cantons. Le fonds achète des titres pour le canton cotisants parce que ceux que libèrent (et vendent, en quelque sorte) les personnes qui liquident leur pension ne suffisent



pas face à l'afflux de cotisants ; et il achète des titres (obligations ou placements liquides) pour le canton retraités car l'augmentation du nombre des retraités fait que le « rachat » de titres aux anciens par les nouveaux retraités ne suffit pas à doter correctement les nouveaux.

Les fonds de pension sont ainsi l'équivalent moderne de ce que fut la lettre de change à la charnière des XIII<sup>e</sup> et XIV<sup>e</sup> siècles : une innovation intelligente dans l'usage de la compensation. Ce faisant, ils organisent les relations entre personnes de trois catégories (cotisants, personnes qui liquident leurs pensions, et retraités) en les faisant échanger sur un marché interne où les prix des actifs ne sont pas nécessairement ceux, plus fluctuants, qui s'établissent sur les marchés immobiliers, monétaires, et de valeurs mobilières. C'est ce qui permet aux fonds de pension de protéger leurs adhérents des aléas inhérents aux marchés classiques.

---

## SAUVEGARDE RETRAITES

Créée en janvier 1999 par un ingénieur agronome à la retraite, l'Association Sauvegarde Retraites est un groupe de pression qui mène son combat pour que soit instaurée une véritable équité entre tous les régimes de retraite, notamment entre ceux des secteurs privé et public.

L'association regroupe aujourd'hui plus de 85 000 membres qui, par leurs dons, financent ses actions. Afin de préserver sa totale indépendance, elle s'interdit de demander la moindre subvention.

Ses moyens d'action sont divers : pétitions, sensibilisation de la presse et des élus, publications, etc...

**Contact :** Marie-Laure DUFRECHE, Déléguée Générale

**Tél. :** 01 43 29 14 41 - **Fax. :** 01 43 29 14 64

**Site Internet :** [www.sauvegarde-retraites.org](http://www.sauvegarde-retraites.org)

A VOTRE DISPOSITION, FRAIS DE PORT COMPRIS

### Nos Publications

- « Retraites : Le désastre annoncé » de Jean Jacques Walter.....	10 €
- « Retraites : Non aux fausses réformes » de Jacques Bourdu.....	10 €
- « Le nouveau livre noir des retraites » de Denis Even.....	12 €
- « Sauver les retraites ? La pauvre loi du 21 août 2003 » de Jacques Bichot.....	10 €

### Nos Etudes moyennant 3 timbres à l'unité (tarif lettre en vigueur)

- Etudes et analyses N°3 : « 7 idées fausses concernant les retraites »	
- Etudes et analyses N°4 : « L'incroyable injustice de notre système de retraite »	
- Etudes et analyses N°5 : « Les retraites jackpot des fonctionnaires d'Outre-mer »	
- Etudes et analyses N°6 : « Retraite : le hold-up de la Banque de France »	
- Etudes et analyses N°7 : « Retraites RATP : le privé va encore payer ! »	
- Etudes et analyses N°8 : « Un plan pour sauver nos retraites »	
- Etudes et analyses N°9 : « Retraite des banques : le pouvoir d'achat en chute libre »	
- Etudes et analyses N°10 : « Pension de réversion : le grand écart public-privé »	
- Etudes et analyses N°11 : « Retraites : la grande inégalité »	
- Etudes et analyses N°12 : « SNCF: des retraites doublées grâce à la solidarité »	
- Etudes et analyses N°13 : « Banque de France : une réforme en trompe-l'oeil »	
- Etudes et analyses N°14 : « Aiguilleurs du ciel : comment survoler les réformes »	
- Etudes et analyses N°15 : « Les fonctionnaires « actifs » champions de la retraite à 50 ans »	
- Etudes et analyses N°16 : « Régimes spéciaux : combien ça coûte ? »	
- Etudes et analyses N°17 : « NBI : un nouveau régime spécial »	
- Etudes et analyses N°18 : « Réforme des retraites : le plus dur reste à faire »	
- Etudes et analyses N°19 : « Retraite anticipée : le cas des fonctionnaires parents de trois enfants »	
- Etudes et analyses N°20 : « Retraite : la capitalisation réservée aux fonctionnaires »	
- Etudes et analyses N°21 : « La fausse réforme des régimes spéciaux : le cas d'EDF et de GDF »	
- Etudes et analyses N°22 : « Retraite des députés : la « Rolls » des régimes spéciaux »	
- Etudes et analyses N°23 : « Des réformes coûteuses en matière de retraite : le cas des IEG »	
- Etudes et analyses N°24 : « La retraite des salariés : analyse de son évolution entre générations »	
- Etudes et analyses N°25 : « Pension de réversion : les inégalités public – privé persistent »	
- Etudes et analyses N°26 : « L'ASV, un régime spécial en perdition »	
- Etudes et analyses N°27 : « Les retraites de nababs des hauts fonctionnaires européens »	

**Les opinions exprimées dans les publications de Sauvegarde Retraites sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les points de vue de l'Association.**