Steinmeyer, Heinz-Dietrich (1991b). « The Variety of Occupational Pension Systems in the EC Member States as an Obstacle for Mobility ? », in : Brennan, Mary E. (ed.), *1992 and beyond : An Explosion in Employee Benefits ?*, Brookfield, Wisconsin : International Foundation of Employee Benefit Plans, p. 13.

Steinmeyer, Heinz-Dietrich (1992a). « Grundfragen des europäischen Sozialrechts », in : *Arbeit und Arbeitsrecht*, 1992, p. 210.

Steinmeyer, Heinz-Dietrich (1992b). « Arbeitsrechtliche Probleme der betrieblichen Altersversorgung im europäischen Binnenmarkt », in : *Festschrift für Peter Ahrend*. Cologne : Otto Schmidt.

Steinmeyer, Heinz-Dietrich (1993). « Commentary on Articles 13 through 17 of Regulation 1408/71 », in : *Nomos Kommentar zum Europäischen Sozialrecht*, Baden-Baden : Nomos – en cours d'impression.

Supplementary Pensions in the European Union : Development, Trends and Outstanding Issues (1994). Rapport du réseau d'experts de la Commission européenne sur les régimes complémentaires de retraite. Bruxelles.

Whyte, Gerry F. (1988). « Irlanda », in Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (ed.), XII[e] Congreso internacional de Derecho del Trabajo y de la la Seguridad Social, Madrid, p. 431.

Effets économiques des régimes : impact sur le financement de l'économie

Quel est l'impact des régimes de retraite complémentaires sur la croissance économique ? Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Irlande, les trois pays dont il est question dans les contributions suivantes, ces régimes sont financés à travers des fonds de pension. Dans cette modalité de financement, l'employeur instaure un fonds destiné à verser les prestations de retraite des salariés. Ce fonds est séparé des comptes de l'entreprise et les réserves accumulées sont placées sur les marchés des capitaux.

Dans les trois pays en question, les fonds de pension sont placés massivement en actions plutôt que dans des titres à rendement fixe. Les salariés affiliés sont protégés contre le risque d'évolutions défavorables du cours des actions puisque généralement l'employeur leur promet une pension dont la valeur est indépendante de la valeur des actifs détenus par le fonds. En instaurant des régimes de ce type (dist « à prestations définies »), les employeurs prennent un engagement à très long terme, d'une durée de plusieurs décennies. Pourtant, les gestionnaires des fonds semblent avoir adopté des stratégies d'investissement à court terme, ce qui peut avoir des effets néfastes sur le financement de l'investissement productif.

Une explication de ce comportement apparemment paradoxal provient des modalités de gestion. Les employeurs confient généralement la gestion des capitaux à des organismes extérieurs. Ces derniers sont soumis à des évaluations régulières de leurs performances (généralement tous les trimestres, parfois même toutes les semaines) ; ils sont susceptibles de perdre le portefeuille si le rendement est jugé insuffisant. Cette forme de concurrence amène les opérateurs à se fixer des objectifs de rendement élevé à court terme.

Cela induit aussi un mimétisme dans les placements : est considéré comme « prudent » un investisseur qui fait les mêmes placements que tous les autres. Cette politique trouve son expression la plus extrême dans la pratique de plus en plus répandue de l'« indexing », qui consiste à constituer un portefeuille qui reproduit la composition d'un indice boursier et à vendre ou acheter en fonction des mouvements de l'indice. Ainsi, les fonds

de pension semblent renforcer toute fluctuation de la valeur d'une action, contribuant à l'instabilité du marché boursier.

Bien que les fonds de pension détiennent une part considérable du capital des entreprises dans les trois pays examinés, ils exercent rarement leur pouvoir en tant qu'actionnaires afin d'influencer la politique des entreprises. Pour cette raison, les fonds sont qualifiés d'actionnaires « passifs ». Lorsqu'une entreprise se trouve face à des difficultés, les fonds de pension ont tendance à vendre rapidement leurs actions, sans chercher à contribuer au redressement de l'entreprise.

La stratégie d'investissement à court terme des fonds de pension soulève des questions qui font l'objet de débats publics outre-Manche et outre-Atlantique. Sur un plan légal, les gestionnaires sont tenus d'agir dans le seul intérêt des affiliés, règle destinée à proscrire toute manipulation des réserves au profit de l'employeur ou des gestionnaires. Habituellement, cela est interprété comme un mandat donné aux gestionnaires pour maximiser le fonds, avec un degré raisonnable de risque. Cependant, on pourrait considérer que la croissance nationale ou régionale, et notamment le développement de l'emploi, serait un objectif tout aussi important pour les affiliés. Néanmoins, cette possibilité n'est généralement pas prise en compte et les gestionnaires professionnels s'y opposent.

Cette question se pose de façon particulièrement aiguë en Irlande, où le marché national des capitaux est étroit et les gestionnaires se tournent facilement vers des placements à l'étranger. Elle se pose dans les trois pays en ce qui concerne le capital risque. Les fonds investissent dans de grandes entreprises cotées en bourse dont les titres sont facilement négociables. Ainsi, les fonds de pension ne fournissent pratiquement pas de capital aux petites ou moyennes entreprises. Par ailleurs, un trait propre aux fonds de pension britanniques est qu'ils sont très largement contrôlés à partir d'une seule région du Royaume-Uni, le Sud-Est de l'Angleterre. Région qui, elle-même, profite de l'essentiel des placements effectués. Cette concentration géographique du contrôle des fonds et de leurs placements renforce la concentration de la richesse nationale dans une seule région.

S'il est vrai que les réserves détenues par les fonds de pension constituent une épargne à long terme, les gestionnaires poursuivent généralement des stratégies d'investissement à court terme. Ainsi cette forme d'épargne peut avoir un effet déstabilisateur sur les marchés des capitaux. Dans des pays où les fonds de pension sont importants, il n'est pas tenu pour acquis que cette forme d'épargne contribue à la croissance. Il y a des débats récurrents, depuis les années 70, sur la question de savoir si les fonds de pension pourraient ou devraient contribuer davantage au développement de l'économie régionale ou nationale et sur la question de savoir comment ils pourraient le faire.

Lucy apRoberts

Les fonds de pension anglo-saxons et les marchés financiers. Quelques réflexions sur les comportements des acteurs

Dorothée Rivaud-Danset *

Le problème du financement de la retraite n'est pas seulement une question technique, susceptible d'être traitée indépendamment des conceptions de la retraite. La comparaison internationale des régimes actuels de retraite d'employeur montre que chacun a produit des réponses originales. Citons entre autres la promesse de pension en Allemagne, la possibilité pour l'employeur de se substituer à l'Etat (*contracting-out*) au Royaume-Uni, le régime de retraite à cotisations définies où la prestation est indéterminée, répandu aux Etats-Unis.

La diversité des représentations de la retraite

La diversité actuelle des régimes de retraite d'employeur conduit à les considérer comme un produit historique susceptible d'être analysé en référence à des conceptions concurrentes de la retraite, de l'identité des groupes sociaux bénéficiaires et à un nombre limité de principes de coordination des acteurs. Dans cette perspective, les institutions sont considérées comme l'expression à une date donnée de représentations, éventuellement concurrentes, des acteurs.

* Université du Havre, Chercheur associée à l'IEPE-IRESCO et à l'IRES, France.
L'auteur a pu bénéficier de fructueuses discussions avec Lucy apRoberts, Anne Caron, Jacques Nikonoff et Emmanuel Reynaud. Qu'ils en soient remerciés. Bien entendu, la responsabilité du contenu de cet article incombe uniquement à l'auteur.