Government Actuary (1991). Occupational Pension Schemes 1987 : Eighth Survey by the Government Actuary. Londres : HMSO.
Group of Ten (1993). *International Capital Movements and Foreign Exchange Markets*. Rome.
Hannah L. (1986). *Inventing Retirement. The Development of Occupational Pensions in Britain*. Cambridge : Cambridge University Press.
Ippolito R. A. (1986). *Pensions, Economics and Public Policy*. Illinois : Pension Research Council, Dow Jones-Irwin.
Jackson P D. (1987). « Management of UK Equity Portfolios », *Bank of England Quarterly Bulletin*, mai, pp. 253-260.
Keynes J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London : Macmillan.
Keynes J. M. (1937). « The General Theory of Employment », *The Quarterly Journal of Economics*, reproduit dans Moggridge D. ed. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol XIV, Londres, Macmillan, 1973, pp. 109-123.
Lusenti G. (1989). *Les Institutions de prévoyance en Suisse, au Royaume-Uni et en Allemagne fédérale. Placements financiers et politique sociale*. Genève : Georg.
McCarthy D. D. et J. A. Turner (1992). « Stock Turnover in Private Pension Portfolios », pp. 543-576, in Turner et Beller (1992), infra.
Minns R. (1980). *Pension Funds and British Capitalism. The Ownership and Control of Shareholdings*. London : Heinemann.
Munnell Alicia H. (1982). *The Economics of Private Pensions*. Washington : The Brookings Institution.
Munnell A. H. (1986). « Effets des régimes de pensions publics et privés sur l'épargne et la formation du capital », *Revue internationale de sécurité sociale*, n°3, pp. 267-284.
Orléan A. (1986). *Mimétisme et anticipations rationnelles : une perspective keynésienne*, Recherches Economiques de Louvain, vol. 52, n° 1.
Papke L. E. (1992). « Asset Allocation of Private Pension Plans », pp. 449-482, in Turner et Beller (1992), infra.
Revue d'économie financière (1992). *Le financement des retraites. La gestion du partage et des risques*. n°23, hiver.
Riley B. (1992). « The Cost of Safe Pensions », *Financial Times*, 11-12 juillet.
Rivaud-Danset D. et R. Salais (1992). *Les conventions de financement des entreprises, premières approches théoriques et empiriques*, document de travail de l'IEPE, n° 9201.
Schiller R. J. (1981). « Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends ? », *American Economic Review*, juin, pp. 421-436.
Turner J. A. et D. J. Beller eds. (1992). *Trends in Pensions*. Washington DC : US Dpt of Labor.
Walker D. A. Banque d'Angleterre (1987). « Some Perspectives for Pension Fund Managers », *Bank of England Quarterly Bulletin*, mai, pp. 247-251.
varii autores, (1991) « Can Pension Funds Lead the Ownership Revolution ? ». *Harvard Businesss Review, mai-juin, pp. 166-180.*

Le rôle d'actionnaire des fonds de pension sur les marchés financiers

Jim Stewart *

Le poids des fonds de pension

Les régimes de retraite séparés des comptes de l'entreprise initiatrice (fonds de pension) n'existent que dans certains pays de la Communauté européenne. Sur le territoire de la CEE, ces fonds de pension représentent une valeur totale de 700 milliards d'Ecu, dont plus de la moitié pour le Royaume-Uni et 25 % pour les Pays-Bas (Jollans, 1991). Les fonds de pension pèsent également d'un poids relativement important au Danemark et en Irlande.

Dans ces quatre pays, ils jouent un rôle dominant sur les marchés financiers en termes, d'une part, d'actifs détenus et, d'autre part, de redistribution de l'épargne. Ainsi, en 1989, la valeur totale des actifs détenus par les fonds de pension britanniques atteignait 254,4 milliards de livres sterling, investis à hauteur de 86 % dans des actifs britanniques et de 52 % dans des actions britanniques (Blake, 1992a, p. 16). Les 50 principaux fonds de pension du pays représentaient alors un peu plus de 45 % du total des actifs détenus. Le tableau 4 dresse une liste des 20 principaux fonds de pension. Selon Blake (1992a), « dans les faits, l'économie britannique est entre les mains des dirigeants des 50 principaux fonds de pension ». Ensemble, les fonds de pension détiennent 30 % de la capitalisation boursière britannique.

Les fonds de pension sont appelés à se répandre dans d'autres pays de la Communauté. En Allemagne, Siemens est ainsi la première entreprise à

* Trinity College Dublin, Irlande.

avoir créé une filiale chargée de gérer un fonds de pension. Cette pratique tranche avec la tradition allemande qui veut que le patrimoine d'une entreprise se confonde avec celui de sa caisse de retraite (*Financial Times*, 14/01/93). Les fonds de pension font également l'objet d'un débat en France (*Financial Times*, 12/02/93).

La situation irlandaise est analogue à celle du Royaume-Uni. Le tableau 1 représente le montant total des actifs détenus par les fonds de pension irlandais, ainsi que leur ventilation par catégorie entre 1988 et 1991. Fin 1991, les fonds de pension détenaient 27 % des actions nationales et 20 % des emprunts d'Etat cotés à la bourse de Dublin. En Irlande, la plupart des régimes de retraite sont à prestations définies, même si l'on observe une montée en puissance des régimes à cotisations définies.

Tableau 1 - Actifs détenus par les fonds de pension irlandais (en millions de livres irlandaises)

Année	1988	1989	1990	1991
Montant total des actifs	5500	8400	8095	9304
Actifs nationaux	4345	6266	6038	6327
Actions irlandaises (cotées)	1281	2520	1984	2149

Source : Association des fonds de pension irlandais, diverses études sur les investissements.

Dans un ouvrage publié en 1932, Berle et Means affirment que, dans les faits, les grandes entreprises modernes sont contrôlées par leurs dirigeants du fait de l'éparpillement statistique des actionnaires. Cette thèse selon laquelle la propriété est distincte du contrôle laisse supposer que les entreprises sont gérées non pas en fonction des intérêts des actionnaires, mais de ceux de la direction. Elle est connue sous le nom de « révolution managériale » (*managerial revolution*). La théorie de Berle et Means se fonde sur une très large dilution statistique des actions dans le public. Or récemment, dans plusieurs pays, la concentration des actions entre les mains des institutions financières a amené à reposer la question du rôle de l'actionnaire. Le tableau 2 illustre la baisse progressive du pourcentage des actions britanniques détenues par des particuliers et l'augmentation concomitante de la part détenue par les institutionnels. Des tendances similaires se rencontrent dans d'autres pays (King et Fullerton, 1984, p. 240 ; Jensen et Warner, 1988, p. 5 et tableau 1). En Irlande, la proportion de la population adulte détenant directement des actions est beaucoup plus faible qu'ailleurs : 4,3 % (*Irish Times*, 7/01/92).

Le tableau 3 représente le pourcentage du capital des treize titres phares de la Bourse de Dublin détenu par Irish Life, première compagnie d'assurance-vie irlandaise, et par d'autres investisseurs institutionnels. On observe que si Irish Life détient entre 10 % et 15 % des actions de sept de ces entreprises, elle ne siège au conseil d'administration d'aucune d'entre elles. Pour cinq de ces entreprises, le capital détenu par les investisseurs institutionnels est supérieur à 30 %. La montée en puissance de ces investisseurs soulève un certain nombre de questions. Les institutionnels sont-ils des actionnaires actifs ou passifs ? S'ils sont actifs, leur influence peut-elle s'exercer à d'autres occasions que lors des assemblées générales ordinaires (AGO). Compte tenu des liens souvent étroits qui unissent la direction d'une entreprise et celle de son fonds de pension, qui décide de la façon dont les fonds de pension orienteront leur vote ?

Tableau 2 - Pourcentage d'actions britanniques détenues par des particuliers de 1957 à 1988

Année	1957	1958	1963	1969	1979	1981	1984	1988
Actions détenues par des particuliers en %	65,8		54	47,4		28		20
Actionnaires en % de la population totale		7			4,5		7	21

Note : King et Fullerton (1984, pp. 66-68) parviennent à un pourcentage estimatif des actionnaires supérieur en se fondant sur des données attribuant l'actionnariat en nom fictif (*nominee shareholdings*) au propriétaire véritable, mais la tendance à la baisse reste la même ; le *Financial Times* (13/12/89) reprend une observation du Stock Exchange selon laquelle le nombre d'actionnaires était passé de 9 millions en octobre 1987 (date du krach boursier) à 11,5-12 millions fin 1989. En 1975, le Royaume-Uni comptait 2 millions d'actionnaires. Selon d'autres informations, fournies par l'*Office of Population Censuses*, le nombre des actionnaires a triplé entre 1984 et 1987, passant de 7 % à 21 % de la population du pays (*Financial Times, 18/10/90*).

Sources : P. Grout, « *The Wider Share Ownership Programme* », Fiscal Studies, vol. 8, n° 3, 1987, pp. 59-74 ; J. Moyle, *The Pattern of Ordinary Share Ownership* 1957-1970, Cambridge University Press, 1971, tableau 4.2.

Tableau 3 - Actions cotées à la Bourse de Dublin et détenues, en 1990, par Irish Life et d'autres investisseurs institutionnels

Entreprise	Part de Irish Life %	Part totale déclarée par les investisseurs institutionnels %
AIBS	10-15	25-45
Arnotts	10-15	20-30
Bank of Ireland	5-10	8-15
Cement-Roadstone	10-15	33-55
Clondalkin Group	10-15	32-55
James Crean	10-15	38-65
F.I.I. Fyffes	5-10	13-25
Heiton Holdings	3-10	33-61
Independent Press	5-10	13-25
Ardagh	11,3	23
Jones Group	3-5	8-15
Smurfit	10-15	35-56
Waterford Glass	5-10	19-35

Source : Rapports annuels des entreprises pour l'exercice se terminant en décembre 1990 ou en mars 1991.

Le tableau 4 représente les principaux fonds de pension britanniques en 1989. Du point de vue de la taille, les plus importants de ces fonds sont ceux d'entreprises publiques ou récemment privatisées. Ce tableau indique également, le cas échéant, la capitalisation boursière et le bénéfice avant impôts.

Tableau 4 - Les vingt principaux fonds de pension britanniques en 1989 (en millions de livres sterling)

Entreprise ou entité initiatrice	Valeur boursière (actif net) du fonds de pension	Capitalisation boursière de l'entreprise initiatrice	Bénéfice avant impôt
British Coal	10338,0		550
British Telecommunications	8835,7	18473	3206
Electricity Supply	6156,2		-726
Services postaux	6070,0		159
British Railways Board	5126,0		132
Universities Superannuation Scheme	4500,0		
British Gas	4402,0	9479	1513
Barclays Bank	4152,0	4975	1017
British Steel	3454,0	2870	890
Imperial Chemicals Industry	3392,8	8044	1804
Shell	3374,9	15081	3216
British Petroleum Company	3286,1	17042	4686
National Westminster Bank	3149,0	4492	813
British Airways	2515,3	1528	400
Lloyds Bank	2353,7	2741	-472
British Broadcasting Corporation	2034,9		
Midland Bank	2000,6	2582	-222
Unilever	1871,0	5674	757
Water Authorities	1778,0		
Greater Manchester County	1768,1		

Source : David Blake (1992a, p. 24) ; *The Times* 1 000, 1990-1991 ; *Financial Times*, 19/12/1989.

Le tableau 5 applique les mêmes critères aux fonds de pension irlandais, en tenant compte de tous les actifs détenus par les fonds de pension relevant d'une seule et même entreprise. Certaines entreprises ont mis en place plusieurs fonds de pension, mais la structure dominante reste un fonds de pension par entreprise. Ce tableau montre que le niveau de concentration est à peu près le même en Irlande qu'au Royaume-Uni. Ainsi, même si l'Irlande compte environ 25 000 fonds de pension, quelque 40 % des actifs détenus par ce secteur appartiennent aux fonds de pension de seulement 16 entreprises. Là encore, les entreprises publiques (ou récemment privatisées, telles que Greencore ou Irish Life) tiennent le haut du pavé. Les premiers fonds de pension, qui totalisent près de 15 % des actifs détenus, sont ceux des deux principales banques irlandaises. Tous les régimes de retraite importants sont à prestations définies et la plupart d'entre eux investissent directement sur les marchés, à l'exception d'Irish Life, qui recourt à un fonds commun de placement à capital variable. La plupart des régimes de retraite de taille plus modeste investissent également via ce type d'intermédiaire. Deux des entreprises figurant au tableau 5 ont une valeur boursière inférieure à celle de leur fonds de pension (Arnotts et Irish Continental), et la valeur du premier fonds de pension (Bank of Ireland) n'était que légèrement inférieure à celle de son entreprise initiatrice à la fin 1992.

Tableau 5 - Les principaux fonds de pension irlandais (les années figurent entre parenthèses et les montants sont indiqués en millions de livres irlandaises)

Raison sociale	Total des actifs	Recettes	Dépenses
Bank of Ireland	700,0 (1992)	63,0 (1989)	19,3 (1989)
AIB	664,0 (1992)	n.d.	n.d.
Aer Lingus	459,0 (1991)	30,2 (1991)	11,6 (1991)
Electricity Supply Board	325,0 (1988)	62,0 (1988)	25,0 (1988)
Telecom Eireann	321,0 (1991)	52,0 (1991)	5,3 (1991)
Guinness (Irlande)	288,0 (1990)	38,8 (1990)	21,8 (1990)
CRH	195,6 (1991)	11,3 (1990)	5,8 (1990)
Irish Life	148,9 (1991)	4,1 (1991)	3,7 (1991)
An Post	140,2 (1989)	37,7 (1989)	1,7 (1989)
CIE	108,1 (1991)	15,7 (1991)	5,3 (1991)
Greencore	93,5 (1991)		
Irish Continental Group	70,8 (1991)		
Smurfit	65,5 (1991)	n.d.	n.d.
Arnotts	51,5 (1991)	2,1 (1989)	0,9 (1989)
Cadbury	49,5 (1989)	4,2 (1989)	1,6 (1989)

Note : Les actifs, recettes et dépenses de CIE concernent le principal régime de retraite de cette entreprise. Dans tous les autres cas, la rubrique 'total des actifs' concerne les fonds de pension associés à une entreprise et une seule. Les rubriques 'recettes' et 'dépenses' correspondent, dans le cas d'Aer Lingus, au régime principal de l'entreprise et, dans celui de CRH, aux deux régimes principaux. Dans certains cas, les actifs tiennent compte des régimes mis en place hors d'Irlande, mais les montants en jeu sont relativement minimes. Le bilan du fonds de pension de Telecom Eireann fait apparaître parmi les actifs une dette de l'Etat de 140 millions de livres irlandaises. Des informations sur les fonds de pension peuvent être communiquées aux affiliés, en vertu de la loi sur les retraites de 1990, titre V, article 54.

Les données américaines montrent également que la valeur boursière des actifs du fonds de pension créé par des entreprises américaines dépasse dans un certain nombre de cas la valeur boursière de l'entreprise initiatrice. Gopalakrishnan et Sugrue (1993, tableau 1) ont étudié plus de 600 entreprises américaines. Ils observent que la valeur boursière moyenne des actifs détenus par les fonds de pension représentait 34 % et 29 % de la valeur de l'entreprise initiatrice en 1987 et 1988, respectivement. Landsman (1986),

quant à lui, a calculé en 1981 que le patrimoine des fonds de pension des 1 000 plus grandes entreprises américaines équivalait à 43 % des actions ordinaires de ces entreprises.

Relations entre actifs et cotisations versées aux fonds de pension

Les sommes collectées par les fonds de pension dépendent du nombre d'affiliés et, dans un second temps, du montant des cotisations salariales et patronales. Dans le cas des régimes à cotisations définies, la relation entre les contributions et les prestations attendues est pratiquement linéaire. Elle est en revanche plus aléatoire dans le cas des régimes à prestations définies. Le concept d'excédents actuariels, en particulier, peut varier et, par là, entraîner un excédent ou un déficit. Au Royaume-Uni, on considère que cet excédent ou ce déficit revient à l'initiateur du régime (c'est-à-dire à l'employeur) (Blake, 1992a, p. 46). Si les experts financiers estiment que le patrimoine d'un fonds de pension est assimilable à l'actif de l'entreprise et que les engagements au titre des pensions futures relèvent du passif de l'entreprise, la propriété de l'actif et du passif d'un fonds de pension reste néanmoins une notion ambiguë, puisque le fonds de pension peut accroître les versements de pensions aux retraités, procéder à des distributions de capital-retraite ou verser des prestations au titre de la préretraite. C'est ce qu'observent Bulow et Scholes (1983, p. 18).

Au Royaume-Uni et en Irlande, les déficits actuariels doivent être comblés par une augmentation des cotisations de l'employeur, qui se traduit par une baisse du résultat et un accroissement des versements venant grossir les actifs du fonds de pension. Dans certains cas, les excédents actuariels au Royaume-Uni se traduisent par une augmentation des prestations de retraite, mais la plupart du temps, ils entraînent plutôt une baisse des cotisations patronales, ce qui entraîne une augmentation du résultat comptable de l'entreprise et une diminution des versements aux fonds de pension [1]. Les excédents réalisés par les fonds de pension, avec leur corollaire, la baisse des cotisations retraite, ont largement contribué à l'accroissement de la marge bénéficiaire des entreprises britanniques au cours des dernières années. En 1991, plus des deux tiers des entreprises britanniques avaient suspendu leurs contributions pour cause d'excédents (voir rapport de Caps, cité dans le *Financial Times*, 8/05/92). En conséquence, sur cette même période, les fonds de pension ont versé 2,5 milliards de livres sterling de plus qu'ils n'en ont touché. De même, l'élimination d'un excédent ou l'existence d'un déficit actuariel peuvent faire baisser la rentabilité de l'entreprise initiatrice. Le tableau 4 montre que des variations de l'actif du fonds de pension peuvent avoir un effet significatif sur le montant à venir de l'actif et du passif de certaines entreprises privées britanniques. Dans certains cas, la valeur boursière des actifs du fonds de pension est du même ordre que celle des actifs de la société initiatrice ; chez British Airways, les premiers sont beaucoup plus importants. Les excédents actuariels potentiels peuvent représenter un élément d'actif de grande valeur – c'est le cas pour British Coal – et les déficits actuariels potentiels peuvent venir grever lourdement le passif de l'entreprise initiatrice. D'un montant de 913 millions de livres, l'excédent du fonds de pension de British Telecom a été éliminé à l'occasion de licenciements et d'une augmentation du nombre des retraités. Dans les faits, l'excédent du fonds de pension a donc servi à financer un plan social (*Financial Times*, 28/04/93). Pour l'exercice s'achevant en mars 1994, les cotisations de retraite de British Telecom devraient atteindre 1,4 milliard de livres sterling, contre 40 millions pour l'exercice précédent (*Financial Times*, 14/05/93).

1. Blake (1992a), pp. 44-47 décrit différents mécanismes permettant aux employeurs de s'emparer des excédents des fonds de pension britanniques.

Le surfinancement est aussi une des caractéristiques de certains régimes de retraite des Etats-Unis. Bernheim et Shoven (1988, p. 94) estiment qu'en 1984, les fonds de pension de 34 % des 500 premières entreprises américaines (selon le classement du magazine Fortune) étaient surfinancés. Si cette étude s'était fondée sur les taux d'intérêt du marché, cette proportion aurait été encore plus élevée.

On dispose de peu d'informations sur la prise en charge des déficits ou des excédents des fonds de pension en Irlande. Il arrive que les représentants des employeurs augmentent le montant des pensions en cas d'excédent, mais ces excédents servent parfois aussi à accroître indirectement les bénéfices, car ils induisent une baisse des cotisations versées aux fonds de pension. C'est le cas pour la Banque d'Irlande (rapport annuel, 31/03/93, p. 34) et pour Irish Life (rapport annuel 1992, p. 38).

Compte tenu du poids des excédents ou des déficits actuariels dans le résultat comptable de l'entreprise, le mode de calcul de ces excédents ou déficits, ainsi que les hypothèses utilisées pour les estimer revêtent une importance certaine. Lorsque le fonds de pension d'AIB, un des principaux en Irlande, avec une valeur boursière de 664 millions de livres en 1991, a décidé de ne plus calculer son résultat actuariel sur la base de l'âge d'ouverture des droits, mais sur celle du crédit unitaire prospectif, le coût des pensions s'est vu réduit de 2,4 millions de livres irlandaises. Dans le même temps, le rapport annuel 1992 de ce fonds de pension indiquait (p. 48) que le niveau de financement était de 90 % (compte tenu du revenu des placements à venir) et que les cotisations patronales à venir en tenait compte. L'estimation du coût des retraites à partir de règles comptables américaines se traduit généralement par une augmentation des dépenses de retraite. Ainsi, l'utilisation des « principes comptables généralement reconnus » aux Etats-Unis (US GAAP) se traduirait, pour AIB, par une augmentation des

dépenses de retraite de respectivement 7,5, 6,7 et 5,4 millions de livres irlandaises pour les années 1990, 1991 et 1992 [2].

Enfin, même s'il existe des cas de surfinancement en Irlande, certains régimes de retraite de ce pays connaissent aussi le sous-financement. Ce phénomène est plus marqué dans les régimes de certaines entreprises nationalisées (Coillte, Telecom Eireann et l'administration des postes). De fait, si Telecom Eireann devait être privatisée, le comblement du déficit de son régime de retraite diminuerait de façon substantielle les recettes nettes que pourraient attendre l'Etat de cette opération. Les engagements du fonds de pension de l'administration des postes, quant à eux, n'ont pas encore été chiffrés avec exactitude par le ministre des Finances (rapport annuel de l'administration des postes, 1991, p. 35). Plusieurs autres régimes d'entreprises du secteur public comme du secteur privé font état de déficits actuariels. Le plus important est celui de Smurfit, avec 29,5 millions de livres irlandaises (rapport annuel, 31/01/93, p. 49).

Les recherches de Bernheim et Shoven (1988) montrent l'incidence des excédents enregistrés par les fonds de pension aux Etats-Unis sur les versements à ces fonds de pension. Entre 1982 et 1984, cette baisse du financement des fonds de pension a été de taille à entraîner une baisse du taux d'épargne par habitant. Globalement, ces auteurs concluent que les versements aux fonds de pension présentent une élasticité négative par rapport au taux d'intérêt réel, même si les entreprises américaines sont entièrement libres de choisir, d'une part, le rythme d'amortissement des engagements non financés et, d'autre part, le mode de calcul des engagements des fonds de pension. L'inflation et les politiques de lissage des bénéfices sur plusieurs années peuvent aussi contribuer à expliquer le profil des versements aux fonds de pension. Dans son étude sur ce dernier point, Friedman (1983, pp. 123-126) présente des arguments à l'appui de l'hypothèse du lissage des bénéfices.

Actifs des fonds de pension et cours de la bourse

Gopalakrishnan et Sugrue (1993) affirment que les règles comptables des Etats-Unis concernant la propriété de l'actif et du passif du fonds de pension sont certes ambiguës, mais que l'on peut néanmoins estimer qu'elles favorisent la propriété économique (c'est l'employeur qui est propriétaire) par rapport à la notion juridique selon laquelle le patrimoine du fonds de pension appartient aux trusts gérant ce fonds. Ces auteurs font état d'une forte corrélation entre la capitalisation boursière d'une entreprise et les actifs et engagements de son fonds de pension. Et d'ajouter que ce facteur est un nouvel argument à l'appui de la propriété économique de ces actifs ou

2. La détermination du coût des pensions à partir des règles comptables généralement acceptées aux Etats-Unis donne également des résultats supérieurs pour les grandes banques commerciales britanniques.

engagements par les entreprises. Des études antérieures menées par Landsman (1986) et Feldstein et Seligman (1981) parviennent à des conclusions similaires, à savoir que les marchés financiers établissent la valeur des actifs et engagements des fonds de pension comme s'il s'agissait des actifs et engagements de l'entreprise initiatrice. Cette observation vaut pour les fonds de pension fonctionnant selon le principe des régimes à prestations définies. En revanche, ces recherches n'abordent pas la question des fonds de pension dans lesquels l'employeur est l'Etat.

S'il existe un rapport entre la capitalisation boursière et les actifs des fonds de pension, c'est parce que le marché financier admet qu'il peut exister une relation réciproque entre les actifs du fonds de pension et ceux de l'entreprise initiatrice. L'expérience des Etats-Unis montre que les rachats d'entreprise financés par l'endettement se traduisent souvent par une forte augmentation du cours de l'action. L'une des explications de ce phénomène est le transfert de richesse s'opérant à partir des fournisseurs, des détenteurs d'obligations et des régimes de retraite (Shleifer et Summers, 1988). Cette augmentation pourrait aussi s'expliquer par une rationalisation du fonctionnement de l'entreprise rachetée. Les transferts de richesse à partir des fonds de pension en cas de rachats d'entreprise financés par l'endettement ont été examinés par Ippolito et James (1992) dans le cadre des Etats-Unis. Dans le cas des régimes de retraite, le mécanisme de transfert de richesse suppose que l'on remplace un régime à prestations définies par un régime à cotisations définies. Ce transfert de richesse est possible parce que l'essentiel de la valeur économique d'un régime à prestations définies est implicite aux yeux des employés, dans la mesure où l'entreprise conserve le droit de liquider le régime (Ippolito et James, 1992, pp. 141-143). De fait, les contrats implicites sont répandus dans les entreprises, du fait du coût et des difficultés liés à la rédaction de contrats circonstanciés (Shleifer et Summers, 1988, p. 34). Ippolito et James affirment que les offres publiques d'achat inamicales (OPA) sont liées aux excédents des fonds de pension, que les rachats financés par l'endettement sont souvent une réponse à une menace d'OPA et que l'annonce d'un rachat financé par l'endettement précède le remplacement d'un régime à prestations définies par un régime à cotisations définies. En conséquence, les rachats financés par l'endettement sont partiellement motivés par un transfert des excédents des fonds de pension aux actionnaires, même si, dans certains cas, les changements de régime des fonds de pension sont dus aux pressions de la concurrence. Mittelstaedt et Regier (1993) viennent confirmer qu'il existe, parmi les entreprises américaines, une relation directe entre l'augmentation du cours de l'action et la liquidation d'un régime à prestations définies. Ils considèrent que le transfert de richesse s'effectue dans une large mesure au détriment des retraités du fait de la suppression des ajustements au coût de la vie. En conséquence, même s'il existe une relation entre le cours de l'action et les actifs/engagements

des fonds de pension, le cours de l'action ne reflète pas forcément totalement les transferts potentiels de richesse à partir des fonds de pension.

Le rôle d'actionnaire des fonds de pension

Les tableaux 1 et 2 montrent le poids des fonds de pension sur les marchés financiers. On s'accorde généralement à dire que la structure de la propriété et la forme de financement ont une incidence sur les résultats des entreprises (Jensen et Warner, 1988). Dans la critique d'un ouvrage de David Steel (intitulé *Marx to Mises* en anglais), Samuel Brittan pose la question suivante : « Pourquoi des marchés économiquement efficaces ne parviennent-ils pas à naître dans les secteurs en grande partie nationalisés des ex-pays socialistes » et y répond par un résumé de la théorie de Von Mises : « La réponse la plus convaincante de Von Mises est l'absence de marchés financiers – et notamment d'un marché des droits de propriété – aptes à déterminer qui doit détenir les actifs existants et quelle devrait être l'utilisation de l'épargne nouvelle. C'est probablement l'absence de tout nouveau mécanisme permettant de confier la propriété et le contrôle des actifs entre les mains de ceux qui auraient pu en faire le meilleur usage qui a porté le coup de grâce aux tentatives de réformer le communisme de l'intérieur. D'où l'accent mis sur la privatisation. » (*Financial Times*, 20/05/93)

Que se passe-t-il lorsque les nouveaux propriétaires d'actifs privatisés – et même d'actifs tout court – sont des fonds de pension ? Ces fonds de pension se comportent-ils en actionnaires actif ou passifs ?

Une autre question essentielle concerne leurs politiques d'investissement. Dans quels types d'actifs ces organismes sont-ils le plus susceptibles d'investir et sur quels marchés ces actifs se trouvent-ils ?

Les investisseurs institutionnels (y compris les fonds de pension) sont souvent critiqués pour leur passivité. Au Royaume-Uni ou en Irlande, les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels ne nomment pas de représentants au conseil d'administration des entreprises dont ils sont actionnaires. Lorsqu'ils sont actionnaires d'entreprises peu rentables, ils préfèrent se séparer des actions. Cela explique partiellement l'une des caractéristiques des marchés financiers dominés par les institutionnels, à savoir l'existence d'un second marché très actif. Cette situation est souvent considérée comme défavorable par rapport à l'Allemagne et au Japon, pays dans lesquels les institutionnels (essentiellement les banques) sont souvent représentés au sein des conseils d'administration des entreprises (Cable, 1985, Mayer, 1987, p. 24). Prowse (1992) montre que les banques détiennent 22,8 % des titres des sociétés cotées au Japon, contre 0,2 % aux Etats-Unis, alors que la capitalisation détenue par les autres types d'organismes financiers est pratiquement la même dans les deux pays : 22,8 % et 26,4 % respectivement. L'importance donnée aux institutionnels en Allemagne et au Japon encourage quant à elle les stratégies d'investissement à long terme

en rendant plus rares les offres publiques d'achat hostiles (Christensen, 1992, pp. 154-155).

Si l'on considère la présence aux assemblées générales ordinaires (AGO) et la nomination de représentants au conseil d'administration, les fonds de pension semblent effectivement se comporter en actionnaires passifs. Dans une étude des votes aux AGO de grandes entreprises britanniques entre 1960 et 1969, Midgley observe que le capital représenté atteignait alors rarement 1 % du total. Les procurations semblaient peu utilisées. La situation est actuellement la même en Irlande. Cependant, il est possible qu'un contrôle s'exerce de manière informelle. Quelques exemples montrent que les actionnaires institutionnels peuvent peser sur la rémunération des dirigeants d'entreprises en assortissant les options de souscription à certaines conditions de résultat, ou qu'ils peuvent empêcher les augmentations de capital en refusant d'acheter les actions nouvellement émises. Ce pouvoir découle en grande partie de l'existence de droits de préemption : les actions nouvelles doivent être offertes en priorité aux actionnaires existants. Il est difficile d'estimer l'influence exacte des investisseurs institutionnels, et en particulier des fonds de pension, sur les décisions stratégiques d'une entreprise ou sur le choix de nouveaux dirigeants. Auteurs d'une étude sur les 250 principales entreprises britanniques, Nyman et Silberston (1978) concluent que « l'intervention des institutionnels se cantonne généralement aux entreprises qui sont pratiquement en faillite suite à de longues périodes de mauvais résultats » [3]. Les exemples d'interventionnisme des institutionnels sont plus fréquents aux Etats-Unis et semblent se répandre au Canada (*Financial Times*, 18/05/93). Dans les Etats de l'union où les régimes de retraite des salariés sont importants, cet activisme accru s'explique en partie par une modification des procédures de vote aux assemblées générales ordinaires, suite à une décision de la Securities and Exchange Commission (organisme de contrôle des opérations de Bourse aux Etats-Unis). Elle est également due aux politiques d'investissement statiques suivies par les fonds de pension. Ceux-ci réalisent en effet leurs opérations en se fondant sur les indices plutôt qu'en sélectionnant leurs investissements individuellement. Voilà pourquoi le portefeuille des grands fonds de pension comprend immanquablement des actions d'entreprises ayant des résultats médiocres (*Financial Times*, 17/03/93). Il arrive aussi que des fonds de pension américains interviennent activement dans les entreprises allemandes et japonaises dont ils sont actionnaires (*Financial Times*,

3. Le groupe britannique Alexon fournit un exemple récent de changements à la tête d'une entreprise obtenus sous la pression de gestionnaires de fonds de pension, après qu'un bénéfice de 11,1 millions de livres sterling ait laissé place à une perte d'un million de livres, le cours de l'action passant dans le même temps d'un maximum de 444 pence à 89 pence (*Financial Times*, 23/04/93). Cependant, les institutions financières ne semblent pas être intervenues lors de tentatives récentes pour obtenir la démission de dirigeants de deux petites entreprises (CountyGlen et Seafield) cotées à la Bourse de Dublin (*Irish Times*, 2/07/93).

13/09/93). Au Royaume-Uni, en Irlande et ailleurs, le pouvoir potentiel des investisseurs institutionnels est reconnu et envisagé dans le cadre de la bonne gestion des entreprises, mais, en général, les changements proposés restent à l'état de vœux pieux, comme ce fut le cas dans le rapport Cadbury au Royaume-Uni (1992).

On peut supposer que les gestionnaires de fonds de pension, établissements financiers ou compagnies d'assurances, ont une responsabilité fiduciaire envers les bénéficiaires de ces fonds et donc que les actifs du fonds sont gérés indépendamment de la structure et de la rentabilité des actifs de la société initiatrice, sans aucune interaction entre les deux. Dans ce cas, il peut tout de même exister une influence due à l'existence de relations d'affaires entre le gestionnaire du fonds et la direction de l'entreprise initiatrice. Il arrive d'ailleurs que la direction d'une entreprise se charge également de la gestion du fonds de pension. Cette situation a engendré des cas désormais célèbres de gestion frauduleuse des actifs de fonds de pension, notamment l'affaire Maxwell au Royaume-Uni. On sait également que des actifs de fonds de pension sont parfois utilisés (a) pour faciliter des tentatives de prise de contrôle en achetant ou en vendant des actions (comme lors de l'OPA de Guinness sur Distillers, voir Pugh, 1987, p. 136) ou (b) plus généralement pour financer l'entreprise initiatrice, l'utilisation des fonds de pension du groupe Maxwell en étant l'exemple le plus connu (Blake, 1992a, pp. 51-60). En Irlande, le secteur des fonds de pension a fixé à 5 % le plafond des actifs d'un fonds susceptibles d'être investis dans des actions de la société initiatrice. Cependant, certains exemples montrent que ce pourcentage peut être largement supérieur. Il arrive également que des immeubles soient vendus au fonds de pension, qui les loue ensuite à l'entreprise initiatrice (c'est le cas de Telecom Eireann, d'ESB, de Bank of Ireland et d'Arnotts) [4].

En Irlande, les établissements financiers qui offrent des services de gestion ou d'investissement aux fonds de pension et les entreprises dans lesquelles ces sociétés investissent ont souvent des administrateurs communs. Il arrive également que des administrateurs passent de l'une à l'autre de ces entités [5]. Néanmoins, tout comme au Royaume-Uni, l'influence réelle des

4. M. Michael Smurfit, président de la société irlandaise Telecom Eireann, avait proposé aux administrateurs du fonds de pension de cette société d'acheter un terrain sur lequel devait être construit le nouveau siège. Cette offre a été révélée par une enquête diligentée par les pouvoirs publics sur les tractations autour de ce site. Les administrateurs du fonds de pension ont refusé d'acquérir ce terrain. Cf. *Chestvale Properties* – Hoddle Investment Limited, Dublin : Service des publications, 1992, p. 9 061.

5. Ainsi, M. Howard Kilroy, président-directeur général du groupe Smurfit (principale entreprise du secteur manufacturier cotée à la Bourse de Dublin) est aussi président de la Bank of Ireland. Deuxième institution bancaire du pays, celle-ci possède la première société de bourse irlandaise, son fonds de pension est le plus important d'Irlande et elle joue un rôle considérable dans la gestion du patrimoine d'autres fonds de pension. L'actuel président d'AIB (première banque du pays) a été directeur général et est aujourd'hui administrateur de CRH, deuxième entreprise manufacturière cotée à la Bourse de Dublin. Cette banque possède la deuxième société de bourse d'Irlande, son fonds de pension est le second du pays et elle gère également le patrimoine d'autres fonds de pension considérables.

administrateurs (et en particulier des administrateurs extérieurs) pourrait être bien inférieure aux apparences.

Pour autant, la passivité (en termes d'absence de représentation au conseil d'administration) n'est pas une caractéristique universelle des investisseurs institutionnels. Les sociétés de capital-risque, qui sont souvent des filiales de grandes institutions financières et notamment de banques, ou qui comptent des compagnies d'assurance parmi leurs principaux actionnaires, sont toujours soit représentées au conseil d'administration, soit associées à la nomination des dirigeants des entreprises dans lesquelles elles investissent.

Il est peu probable que le développement de fonds de pension donne naissance à une nouvelle race d'actionnaires passifs en France et en Allemagne. Les institutions financières existantes devraient au contraire continuer d'exercer leur contrôle.

Le rôle accru d'actionnaire endossé par les fonds de pension a des incidences sur le fonctionnement des marchés financiers et sur les investissements qui y sont pratiqués. La partie suivante se penche sur ces conséquences.

Politiques d'investissement

Les gestionnaires de fonds de pension sont un maillon important de l'affectation de l'épargne irlandaise dans le circuit économique. Lors de la présentation du budget 1993, ce constat largement partagé s'est traduit par la demande qu'une part aussi élevée que possible des actifs des fonds de pension soit investie sur le sol irlandais. Cette exigence a ensuite pris la forme d'une obligation faite aux fonds de pension d'investir au moins 1 % de leurs actifs, ou bien au moins 100 millions de livres irlandaises dans des projets de capital risque ou de capital développement [6].

Les stratégies d'investissement des fonds de pension obéissent au principe de la dilution du risque grâce à une diversification du portefeuille. Aucun investisseur n'aime prendre de risques, mais cette tendance est encore plus marquée chez les gestionnaires de fonds de pension. Cela peut s'expliquer par le fait que ces gestionnaires se trouvent dans la position d'agents par rapport à leurs administrateurs, qui agissent en tant que mandants. Plusieurs problèmes liés à cette relation entre agent et mandant peuvent survenir. Le premier peut être dû à une dissymétrie dans la rentabilité des investissements : une rentabilité supérieure ou égale à la moyenne peut ne pas suffire à compenser la rentabilité médiocre obtenue sur des investissements particuliers. Il peut également exister un rapport entre la structure du bilan de l'entreprise initiatrice et l'affectation des actifs de son fonds de pension. En se penchant sur des données américaines, Friedman (1983, pp. 130-131) a ainsi observé que les entreprises dont les bénéfices ont tendance à fluctuer

6. Le président de l'association irlandaise des fonds de pension aurait déclaré qu'il existe « des obstacles majeurs à cette proposition » (*Irish Times*, 24/07/93).

sont moins portées à investir leur épargne retraite dans des actions, tandis que les entreprises les plus endettées ont davantage tendance à investir leur patrimoine retraite dans des obligations ou des bons du Trésor. Enfin, les entreprises à rentabilité forte ont tendance à investir une proportion relativement importante de leurs actifs dans des actions. Cependant Friedman tempère ce tableau en rappelant que la marge de manœuvre des entreprises initiatrices vis-à-vis des actifs de leurs fonds de pension est limitée par la législation et par les pratiques du marché du travail.

Dans un petit pays, la diversification du portefeuille est entravée par un choix limité des possibilités d'investissement. Ainsi, il n'y a pas de secteur automobile en Irlande et les mêmes problèmes se rencontrent dans d'autres petits pays. En outre, les marchés financiers sont moins développés et donc moins liquides que ceux des grands pays. La diversification sur plusieurs pays impose également une diversification des monnaies, si bien que le taux de rentabilité est fonction, non seulement de la rentabilité des actifs, mais aussi des variations de change :

$R_{i£} = (1 + R_i)(1 + e_i) - 1$

où

$R_{i£}$: Rentabilité en livres irlandaises

R_i : Rentabilité exprimée en devise

ei : Taux de change de la devise considérée par rapport à la livre irlandaise.

En considérant comme négligeable la diversification sur les produits, la rentabilité peut se calculer de manière simplifiée :

$R_{i£} = R_i + e_i$

Elle dépend donc directement des fluctuations de change. Si l'on évalue le risque en termes de variance en livres irlandaises, la formule s'écrit de la manière suivante :

$Var(R_{i£}) = Var(R_i) + Var(e_i) + 2\ Cov\ (R_i, e_i)$

Le risque mesuré par la variance dépend donc lui aussi des fluctuations de change. Du fait du volume des investissements réalisés à l'étranger par les fonds de pension et sachant que le risque et la rentabilité sont en partie tributaires du cours des devises, les fonds de pension comptent parmi les principaux intervenants sur les marchés des changes. On pense ainsi que les turbulences qu'a récemment connues le SME sont liées à des tentatives des fonds de pension pour couvrir leurs positions de change à terme (*Financial Times*, 28/07/93). Une récente étude du FMI prévoit que les 300 principaux fonds de pension au monde porteront la part des actifs libellés en devises dans leur portefeuille de 7 % actuellement à 12 % en 1996, soit une augmentation totale d'environ 800 milliards de dollars (*Financial Times*, 4/05/93).

C'est pour la même raison que, sur leur marché national, les fonds de pension préfèrent investir dans des sociétés cotées et, parmi celles-ci, donnent la préférence aux grandes. Tout investissement suppose une dissymétrie des informations dont disposent investisseur et initiateur. Tout comme l'établissement de relations de confiance, l'acquisition d'informations par l'investisseur revient cher et peut prendre du temps. Compte tenu de ces déséquilibres et du prix de revient de l'information, les investisseurs préfèrent prendre pied dans des sociétés possédant un palmarès solidement établi, et dans les multiples projets autour desquels s'organise une grande entreprise, que dans une petite entreprise riche d'un seul projet. En outre, il est peu probable que la rentabilité élevée de petits projets ou de sociétés nouvelles (sauf si elles sont très importantes) suffise à contrebalancer le risque de pertes. Si les capacités d'innovation des économies nationales sont variables, cela peut-être dû en partie à la structure des systèmes financiers et aux formes de propriété du capital (Christensen, 1992, p. 158).

Eu égard au souci de réduction du risque par la diversification et à l'accent mis sur la liquidité des marchés, les gestionnaires irlandais de portefeuilles préfèrent nettement investir à l'étranger. Les administrateurs de fonds de pension ont quant à eux pour mission d'agir au mieux des intérêts de leurs membres. Mais qu'entend-on au juste par « au mieux des intérêts » ? On peut affirmer qu'investir à l'étranger ou que préférer les grandes aux petites entreprises ne revient pas à agir « au mieux des intérêts » des affiliés aux fonds de pension puisque cette stratégie constitue un frein à la création d'emplois, une entrave au développement des entreprises nationales et un obstacle au financement à long terme des petites entreprises et des entreprises nouvelles. Le procès Megarry, qui a fait jurisprudence sur l'interprétation de ce concept, estime qu'agir « au mieux des intérêts des affiliés » revient à agir « au mieux de leurs intérêts financiers » (Blake, 1992a, p. 33). Cependant, l'expression « au mieux des intérêts financiers » est elle-même sujette à interprétation. Ainsi, on pourrait considérer que, dans les faits, les fonds de pension ont pour fonction de préserver un ensemble de possibilités de consommation pour le compte de leurs affiliés. Logiquement, les politiques d'investissement devraient alors tenter de prévoir les habitudes de consommation de ces affiliés pour faire coïncider leurs investissements avec ces profils à venir. Cette politique pourrait les amener à investir dans des centres de santé et de loisir, et non pas seulement dans des entreprises électroniques japonaises.

A l'avenir, les exonérations fiscales exceptionnelles dont bénéficient les fonds de pension pourraient aussi être remises en cause. Déjà en 1988, les pouvoirs publics irlandais ont levé un impôt sur les revenus des investissements des fonds de pension avec en particulier un prélèvement libératoire sur les plus-values en capital. Une telle remise en cause pourrait être motivée par le souci de corriger les distorsions des marchés financiers, mais aussi d'assurer la pérennité du financement des retraites, compte tenu de l'augmentation du rapport inactifs/actifs au Royaume-Uni comme ailleurs (*Financial Times*, 28/06/93).

Selon la Commission des Communautés européennes (1992) la fiscalité des régimes de retraite obéit au même principe général dans la plupart des Etats membres : les cotisations et les revenus des investissements ne peuvent être taxés qu'une fois la pension versée, ce qui revient à considérer la pension comme un salaire différé. Des problèmes de double imposition peuvent alors se poser lorsque le fonds de pension et le salarié se trouvent dans deux pays différents. Mais même en l'absence de double imposition, les problèmes liés au nombre de bénéficiaires peuvent se traduire par des pertes fiscales inacceptables. Compte tenu des possibles modifications du régime fiscal des fonds de pension, un régime de retraite distinct de l'entreprise initiatrice pourrait ne pas se trouver à même de garantir le maintien des pensions en termes réels, même en cas de maintien de la rentabilité de ses investissements. Sachant que « la génération déjà retraitée ne peut en aucune manière faire en sorte que la génération suivante assure une production particulière de biens de consommations », Blake (1992a, p. 40) déduit que « tous les régimes de retraite, qu'ils soient préfinancés ou non, s'apparentent en réalité à des régimes par répartition ».

Quelques effets micro-économiques des fonds de pension sur les marchés financiers

Les tableaux 2 et 3 montrent à quel point les marchés des actions sont dominés, en volume, par les fonds de pension. Comme il est dit plus haut, les fonds de pension sont dans une large mesure des investisseurs passifs en ceci qu'ils ne sont pas représentés au conseil d'administration des entreprises dont ils sont actionnaires. Cette situation a notamment pour avantage de permettre à ces fonds de pension d'acheter et de vendre des actions sans restriction et sans courir le risque d'opérer sur la base d'informations confidentielles. Si les fonds de pension intervenaient plus activement dans les sociétés dont ils sont actionnaires, ils pourraient obtenir des informations susceptibles de donner lieu à un délit d'initié. Cette définition s'appliquera à tous les Etats membres de la Communauté lors de l'entrée en vigueur de la directive CEE sur le délit d'initié [7]. En conséquence, un rôle plus actif des fonds de pension en tant qu'actionnaires entraînerait une réduction du volume des opérations boursières.

Marchés financiers et liquidité

Les marchés financiers dans lesquels les institutionnels jouent un rôle d'actionnaire présentent différentes caractéristiques. Le tableau 6 illustre le rapport capitalisation boursière/PIB pour les pays de la Communauté (sauf le Luxembourg) en 1991.

7. La directive CEE définit un « initié » comme toute personne disposant d'informations confidentielles du fait de son emploi, de sa profession ou des missions qui lui sont confiées (*Financial Times*, 18/03/93).

Tableau 6 - Rapport capitalisation boursière/PIB et volume relatif des opérations boursières dans les pays de l'Union européenne

	Rapport capitalisation boursière/PIB	Rapport volume des opérations/capitalisation
Royaume-Uni	90,7	34,2
Pays-Bas	43,5	24,2
Danemark	31,8	22,4
Belgique (1990)	31,0	9,7
Irlande	27,4	22,7
France	25,2	34,1
Espagne	24,0	30,2
Allemagne	21,5	111,8
Grèce	18,7	19,3
Portugal	12,6	12,9
Italie	12,5	17,5

Note : Ces données concernent la première place boursière de chaque pays et portent uniquement sur les entreprises nationales.
Source : Fédération des marchés boursiers de la CEE, Recueil statistique sur les marchés boursiers en Europe, 1991, Bruxelles, Tableaux XII, XIII et XVI.

D'une manière générale, le tableau 6 montre que le rapport capitalisation boursière/PIB est élevé dans les pays où les fonds de pension (et autres actionnaires institutionnels) possèdent un poids important. Ce tableau illustre également le rapport volume des opérations/capitalisation pour l'année 1991. On constate ici que ce rapport est élevé en Allemagne, en France et en Espagne, bien que les fonds de pension n'y jouent pas un rôle dominant. On peut notamment y voir une conséquence de la déréglementation et de l'internationalisation croissante des marchés boursiers. Mayer (1987) et d'autres auteurs (Christensen, 1992) attirent également l'attention sur les différences entre les formes de financement d'un pays à l'autre. Du fait de la prééminence des investisseurs institutionnels sur certains marchés et, peut-être, de certains préjugés contre l'investissement dans des entreprises de petite taille, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Irlande ont tenté de créer des marchés boursiers accueillant ces petites entreprises. Ces expériences s'étant toutes soldées par un échec, d'autres solutions faisant intervenir les institutionnels ont été proposées [8].

L'existence de fonds de pension attirés par la liquidité de l'investissement et axant leur stratégie d'achat et de vente sur la maximisation des profits entraîne logiquement des effets particuliers sur les marchés financiers. L'un de ces effets est une augmentation du volume général des opérations et de la taille des ordres. A son tour, ce phénomène signifie que l'intensité capitalistique de l'intermédiation boursière est plus forte lorsque les sociétés de bourse agissent en tant que teneurs de marché. Le rôle accru des in-

8. Cf. pour l'Irlande, *Irish Times*, 24/07/93 ; pour le Royaume-Uni, *Financial Times*, 31/05/91 et 2/04/93 ; et pour les Pays-Bas, *Financial Times*, 10/09/93.

vestisseurs institutionnels a donc contribué à des fusions entre sociétés de bourse et à des prises de contrôle de celles-ci, cela tout particulièrement par des banques au Royaume-Uni et en Irlande. Occupant une position dominante sur les opérations de bourse, les institutionnels sont à même de négocier des rabais sur les frais et les commissions. Ce phénomène conduit quant à lui à la formation d'un marché double. Sur le premier prédominent des investisseurs institutionnels dont les frais de transaction sont minimes. Le second est réservé aux opérations de moindre volume, assorties de frais de transaction plus élevés. Les très grosses opérations pouvant aussi influer sur le cours des actions et sur la liquidité du marché, il n'est pas rare que les investisseurs institutionnels traitent directement entre eux. Ce phénomène se rencontre surtout aux Etats-Unis (*Financial Times*, 15/06/93).

Les fonds de pension sont des opérateurs importants sur le marché des titres au comptant et, dans une moindre mesure, sur le marché des changes. Ils sont également actifs sur le marché des produits dérivés et sur les marchés à terme. Ils peuvent y réduire leurs risques par des techniques de couverture et tirer parti de ces instruments dans leurs stratégies d'investissement.

Résumé et conclusions

C'est l'organisme responsable du déficit éventuel d'un fonds de pension qui est également propriétaire des excédents. Déficits et excédents comptables des fonds de pension ont donc une incidence considérable sur le résultat comptable des entreprises britanniques et irlandaises. En outre, excédents et déficits peuvent constituer un élément d'actif ou de passif considérable, et se révéler décisifs dans les calculs liés aux offres publiques d'achat.

Les fonds de pension peuvent être qualifiés d'actionnaires passifs dans la mesure où ils ne sont pas représentés au conseil d'administration des entreprises dont ils détiennent des parts. La gestion du patrimoine des fonds de pension impose de mettre l'accent sur la liquidité et l'activité sur le marché boursier. On reproche à cette stratégie de privilégier le court terme et, dans les petits pays, de se traduire par une importante fuite des capitaux visant à réduire les risques d'investissement par la diversification. Du fait de l'intérêt qu'ils portent à la liquidité, les fonds de pension préfèrent par ailleurs investir dans les grandes entreprises que dans les petites, ce qui peut avoir des conséquences fâcheuses pour la capacité d'un pays à innover. Etant donnée la position dominante des fonds de pension sur certains marchés boursiers, la liquidité souhaitée – définie par la capacité de vendre un actif en très peu de temps sans perdre d'argent – est parfois impossible à obtenir. Le rôle d'actionnaire occupé par les fonds de pension entraîne notamment des prises de participation croisées entre de nombreuses entreprises, par l'intermédiaire de leurs fonds de pension. Il arrive que ces participations croisées servent à mettre en œuvre des stratégies d'entreprises – des

OPA hostiles, par exemple. Mais, en général, les entreprises initiatrices ne semblent pas tenir compte de ces participations croisées.

S'il advenait que la vente d'actions soit soumise à des restrictions dans les pays où les fonds de pension détiennent des actifs importants, il est possible que les relations entre investisseurs institutionnels et entreprises cotées s'alignent progressivement sur celles qui existent en Allemagne et au Japon.

* *
*

Bibliographie

Berle, A.A. et Means G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property.* New-York : MacMillan.

Bernheim, B.D. et Shoven, J.B. (1988). « Pension Funding and Saving », pp. 85-106, in Bodie Z., Shoven J.B. et Wise D.A. (eds), *Pensions in the U.S. Economy.* Chicago : University of Chicago Press and NBER.

Blake David (1992a). *Issues in Pension Funding.* Londres : Routledge.

Blake David (1992b). *Pension Fund Investment Behaviour.* Londres : Routledge.

Bulow J.I. et Scholes M.S. (1983). « Who Owns the Assets in a Defined-Benefit Pension Plan ? » pp. 17-36, in Bodie Z. et Shoven J.B. (eds), *Financial aspects of the United States Pension System.* Chicago : University of Chicago Press and NBER.

Cable, J. (1985). « Capital Market Information and Industrial Performance : the Role of West German Banks », *Economic Journal*, vol. 95, n° 377, pp. 118-132.

Rapport Cadbury (1992). *The Financial Aspect of Corporate Governance.* Londres : Gee (Professional Publishing Ltd.).

Christensen, J.L. (1992). « The Role of Finance in National Systems of Innovation », in Bengt-Ake Lundval (ed.), *National Systems of Innovation : Towards a Theory of Innovation and Interactive Learning.* Londres : Lintner.

Commission des Communautés européennes (1992). *Affiliation transfrontalière des travailleurs expatriés à un régime de retraite lié à l'activité professionnelle*, XV/2040/92/FR, Bruxelles.

Feldstein, M. et Seligman S. (1981). « Pension Funding, Share Prices and National Saving », *Journal of Finance*, volume XXXVI, n° 4, pp. 801-824.

Friedman, B.M. (1983). « Pension Funding, Asset Allocation, and Corporate Finance » pp. 107-152, in Bodie Z., Shoven J.B. et Wise D.A. (eds), *Pensions in the U.S. Economy.* Chicago : University of Chicago Press and NBER.

Gopalakrishnan, V. et Sugrue T.F. (1993). « An Empirical Investigation of Stock Market Valuation of Corporate Projected Pension Liabilities », *Journal of Business, Finance and Accounting*, volume 20, n°5, septembre, pp. 711-724.

Ippolito, R.A. et James W.H. (1992). « LBOs, Reversions and Implicit Contracts », *Journal of Finance*, volume XLVII, n° 1, mars, pp. 139-167.

Irish Association of Pension Funds (1992). *IAPF Investment Survey*, 1991. Dublin : IAPF.