Jensen, M.C. et Warner, J.B. (1988). « The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors », *Journal of Financial Economics*, volume 20, pp. 3-24.
Jollans, A. (1991). *The Commission's Approach to the Liberalisation of the Pension Funds Market.* Centre for European Policy Studies, Business Policy Seminar, Commission des Communautés européennes.
King, M.A. et Fullerton, D. (1984). *The Taxation of Income from Capital.* Londres : University of Chicago Press.
Landsman, W. (1986). « An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights », *The Accounting Review*, volume LXI, octobre, n° 4, pp. 662-691.
Mayer, Colin (1987). *New Issues in Corporate Finance.* CEPR Discussion Series n°181.
Midgley, K. (1974). « How Much Control Do Shareholders Exercise ? », *Lloyds Bank Review*, octobre, pp. 114-122.
Mittelsteadt, H.F. et Regier P.R. (1993). « The Market Response to Pension Plan Termination », *The Accounting Review*, volume 68, n° 1, janvier, pp. 1-27.
Nyman, S. et Silberston, A. (1978), « The Ownership and Control of Industry », *Oxford Economic Papers*, volume 30, n°1, pp. 74-101.
Prowse, S.D. (1992). « The Structure of Corporate Ownership in Japan », *Journal of Finance*, volume XLVII, n° 3, pp. 1121-1140.
Pugh, P. (1987). *Is Guinness Good for You ?* Londres : Financial Training Publications.
Shleifer Andrei et Summers L.H. (1988). « Breach of Trust in Hostile Takeovers », in A.J. Auerbach (ed), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences.* Chicago : University of Chicago Press et NBER.
Steel, D.R. (1992). *Marx to Mises.* La Salle, Ill. : Open Court.

Les fonds de pension au Royaume-Uni : centralisation et contrôle

Richard Minns et Ron Martin *

La présente contribution étudie certaines des implications économiques du système de fonds de pension préfinancés au Royaume–Uni. Elle met l'accent sur la croissance et les investissements de ces fonds et étudie le processus de centralisation de leur gestion et de leurs investissements, que ce soit la concentration du contrôle entre les mains d'une poignée d'institutions ou la concentration géographique de la gestion et des investissements. Cette étude permet de mieux comprendre qui contrôle ces fonds, dans quoi ils sont investis et dans quelles régions se concentrent les investissements. Nous avançons la théorie suivante : au Royaume–Uni, le système de régime d'employeur préfinancé a des conséquences économiques significatives en termes de contrôle des investissements, de développement économique et de formation du capital.

Le système de retraite d'employeur au Royaume-Uni

Au Royaume–Uni, le système de retraite d'employeur à prestations définies constitue le dispositif de retraite complémentaire privé le plus fréquent. Dans ce système, le montant de la pension de retraite est défini à l'avance (il représente de manière générale deux tiers du dernier salaire), et salarié et employeur versent une certaine proportion du salaire dans un plan. Si, dans ces régimes d'employeur, environ 14 % des salariés (par exemple

* *Respectivement, chercheur indépendant et université de Cambridge, Royaume-Uni.* *La présente contribution est un extrait remanié de « Undermining the Financial Basis of Regions : The Spatial Structure and Implications of the UK Pension Fund System », par R. Minns et R. Martin, Regional Studies, vol. 29, n° 2, 1995.*

à la Midland Bank et chez British Petroleum) ne versent aucune cotisation, ils doivent le faire pour la plupart des plans.

Ces cotisations sont investies dans des actifs tels que des actions de société, des titres d'Etat et l'immobilier, au Royaume-Uni et, de plus en plus souvent depuis la suppression du contrôle des changes au Royaume-Uni (1979), à l'étranger. Ces investissements sont destinés à produire un rendement financier qui permettra à terme de verser les retraites à partir du « fonds ». Des actuaires financiers procèdent périodiquement à une réévaluation des taux de cotisation sur la base des profils d'âge, de l'inflation et des rendements prévisionnels des investissements et des promesses de pension.

Le système britannique s'inscrit dans le cadre du *Social Security Pensions Act* de 1975. Cette loi constitue un pacte bipartite non écrit conclu entre les partis travailliste et conservateur, portant sur l'équilibre entre les prestations de retraite publiques et privées. Cette loi prévoit que tous les salariés dont le revenu dépasse le plancher de revenu défini par la National Insurance perçoivent deux pensions – la pension de retraite de base du régime national et une deuxième pension, servie soit par l'employeur, soit par l'Etat. La pension servie par l'Etat est appelée SERPS (*State Earnings-Related Pensions Scheme* – régime public de retraite lié au salaire). Les employeurs ont la possibilité d'opter pour une exemption du SERPS et de mettre en place un dispositif privé. Ces plans conventionnés doivent servir une pension au moins égale à celle qui serait perçue au titre du SERPS. Les salariés et les employeurs concernés bénéficient alors d'une réduction de leurs cotisations au régime public de retraite. Certains régimes d'employeur fonctionnent parallèlement au SERPS, c'est-à-dire qu'ils ne sont pas conventionnés. Les cotisations aux régimes d'employeur sont assorties d'une déductibilité fiscale et la majeure partie des revenus des investissements est exonérée d'impôt. En revanche, les pensions versées sont imposables.

Le *Social Security Act* de 1986 a partiellement ébranlé le système des retraites d'employeur. Visant à favoriser le choix individuel, cette loi a introduit deux changements. Dans une attaque iconoclaste, typiquement thatchérienne, lancée au nom de l'individu contre les institutions établies, cette loi a rendu optionnelles (c'est-à-dire souscrites sur une base volontaire) les dispositions existantes sur le SERPS et les régimes d'employeur. Ce texte a cherché à favoriser les régimes à cotisations définies (dits « *money purchase schemes* »), qui s'opposent aux régimes à prestations définies, et qui sont censés conférer aux salariés une meilleure maîtrise de ce qu'ils versent. En contrepartie, le montant de la pension n'est pas défini à l'avance. Dans une tentative pour sensibiliser la population à l'actionnariat populaire et ébranler les fonds de pension déjà instaurés, cette loi a également mis sur pied un système de plans individuels. Ce système permet aux individus et aux employeurs de cotiser à un plan négocié au cas par cas entre le bénéficiaire et l'organisme qui verse la pension (le plus souvent une compagnie d'assurances). En pratique, les cotisations des employeurs sont très faibles. Ces plans individuels doivent pouvoir être transférés plus facilement d'un employeur à l'autre sans imposer au salarié une « valeur de transfert » défavorable négociée entre son ancien employeur et le nouveau, ni une « pension différée » servie par un ancien employeur, qui se déprécie au fil des ans à cause de l'inflation.

Les effets du système des retraites d'employeur, qui font l'objet de la présente contribution, sont très significatifs. Ce système avait déjà rapidement évolué au moment de l'adoption de cette loi. En nombres d'affiliés, juste après la Seconde Guerre mondiale, les régimes d'employeur couvraient 15 % de la population active, mais ce chiffre était passé à 50 % à la fin des années 60, ce qui s'explique par la prospérité croissante et la concurrence entre employeurs pour attirer la main-d'oeuvre. Les chiffres officiels communiqués par le *Government Actuary* (actuaire gouvernemental) indiquent qu'en 1987 quelque 10,5 millions de salariés actifs, soit 49 % de la population active, étaient affiliés à des régimes d'employeur. Il y avait en outre 2,6 millions de personnes qui n'étaient pas affiliées à un régime au titre de leur emploi en cours, mais qui pensaient recevoir une pension au titre d'un emploi précédent (*Government Actuary*, 1991). Ces régimes couvrent à la fois le secteur public et le secteur privé. La plupart d'entre eux donnent lieu à des investissements (mais pas l'intégralité). Dans le secteur public, c'est le cas des régimes des entreprises publiques et des régimes des collectivités locales, mais pas celui du régime destiné aux fonctionnaires de l'administration centrale, par exemple.

En 1993, outre les régimes d'employeur (appelés *occupational pension schemes* au Royaume-Uni), cinq millions de personnes avaient souscrit à un plan individuel : ce chiffre englobe dans une large mesure les personnes qui ont quitté le SERPS et, à un degré moindre, les régimes d'employeur conventionnés pour les plans individuels contractés suite à l'adoption de la loi de 1986. De manière générale, les cotisations versées par les employeurs au titre des plans individuels sont plus faibles que celles qu'ils versent au titre des régimes d'employeur, et la législation donne aux salariés la possibilité de réintégrer le SERPS à leur convenance (Waine, 1992). Néanmoins, à la fin 1993, les préoccupations croissantes provoquées par l'insuffisance et la non-pertinence des informations communiquées à bon nombre de personnes sortant d'un régime d'employeur ou du SERPS pour contracter un plan individuel ont suscité quelques doutes quant à la croissance future et aux perspectives des plans individuels (Financial Times, 1993a). On a souligné l'échec des objectifs politiques qui sous-tendaient ces plans individuels (Waine, 1992) et on a mis à jour d'autres difficultés relatives au système de retraite britannique dans son ensemble (Davies, 1993).

La taille de l'entreprise, le secteur ainsi que la catégorie socio–professionnelle, influent sur le choix d'instaurer un régime d'entreprise (OPCS, 1991). Plus l'entreprise est grande, plus la proportion de la main–d'oeuvre couverte est importante. Par exemple, en 1991, 38 % des hommes et 40 % des femmes travaillant dans des entreprises comptant entre 3 et 25 salariés étaient affiliés à des régimes d'employeur, alors que pour les salariés d'entreprises comptant 1 000 personnes et plus, ces chiffres étaient respectivement de 87 % et 80 %. Le pourcentage d'affiliations (pour les hommes seulement) dans le secteur public (83 %), les charbonnages (85 %) et le secteur bancaire (65 %) contraste avec ceux observés dans le bâtiment (45 %), la distribution (38 %) et l'agriculture (17 %). Enfin, 75 % des salariés exerçant une profession spécialisée travaillant à temps plein (hommes et femmes) sont affiliés à un régime d'employeur, contre 44 % des travailleurs manuels non-qualifiés.

Cette évolution a deux principales implications financières. La première a trait au volume même des flux concernés. Entre 1984 et 1991, les cotisations totales des salariés et des employeurs se montaient en moyenne à 9-10 milliards de £ par an (de 1984 à 1991, le cours moyen annuel de la livre est passé de 11,62 F à 9,94 F ; il était de 9,32 F en 1992 et de 8,51 F en 1993). Elles ont culminé à 10,4 milliards de £ en 1989. Sur la même période, le revenu des investissements (loyers, dividendes et intérêts échus) s'inscrivait dans une fourchette comprise entre 7,7 milliards de £ et 16,8 milliards de £ (1991). Cependant, suite à l'augmentation du nombre de régimes arrivant à maturité et avec l'augmentation du ratio retraités/cotisants, en 1987, les versements de pensions ont commencé à être supérieurs aux cotisations (CSO, 1993). En 1993, la plupart des salariés percevaient une pension bien avant l'âge de la retraite (âge normal : 65 ans pour les hommes et 60 ans pour les femmes), 80 % d'entre eux étant en retraite anticipée, sous une forme ou une autre (Income Data Services, 1993). En outre, les employeurs ont suspendu leurs cotisations pour compenser les excédents dégagés par leur fonds de pension, comme l'exige la loi de finances de 1986 (1986 Finance Act), ce qui a considérablement réduit les cotisations.

Deuxièmement, ces flux se sont traduits par une importante accumulation d'actifs. En 1968, les actifs totaux détenus par les fonds de pension se montaient à 8,1 milliards de £, soit 45,4 milliards de £ valeur 1992. Fin 1992, ce chiffre avait dépassé 400 milliards de £ (Phillips and Drew, 1993), soit plus de 60 % du produit intérieur brut du Royaume-Uni, et englobait 45 % des actifs financiers nets des ménages britanniques. Cela représente le regroupement d'actifs de fonds de pension le plus important au sein de l'Union européenne, où l'on recourt en moyenne moins aux dispositifs privés ou aux fonds préfinancés de ce type. Ainsi, alors que le nombre des affiliés aux régimes d'employeur s'est stabilisé à environ 50 % de la population active dans les années 60, fluctuant de quelques points en plus ou en

moins d'une année sur l'autre, et malgré le relatif recul des cotisations enregistré récemment, les actifs cumulés des fonds de pension, constitués par les cotisations des employeurs et des salariés, les rendements des investissements, et déduction faite du montant des pensions servies, ont été multipliés par dix en termes réels en 25 ans.

Comment gère-t-on et investit-on tout cet argent ? La figure 1 présente le cycle de base des capitaux des fonds de pension. Dans tout le Royaume–Uni, les cotisations des salariés sont collectées par les employeurs, qui y ajoutent leurs propres cotisations et administrent l'argent. Les employeurs, et quelquefois les salariés, siègent au conseil d'administration (board of trustees), dont la fonction consiste à veiller à ce que les capitaux soient correctement gérés et investis « avec prudence ». Afin d'être certains que les capitaux qui leur sont confiés sont gérés de façon professionnelle, les administrateurs désignent un gestionnaire du fonds (fund manager), qui se charge de réaliser les investissements. Ce gestionnaire est soit un salarié ou un service de l'entreprise (c'est souvent le cas pour les fonds les plus importants), soit, plus communément, une société d'investissement extérieure, telle que la division investissement d'une banque de compensation, d'une banque d'affaires, d'une compagnie d'assurances ou une société indépendante de gestion de capitaux. Ces sociétés perçoivent des honoraires pour ces services de gestion. Il arrive que les administrateurs désignent plusieurs gestionnaires, par exemple un gestionnaire interne, chargé d'investir une partie des capitaux, épaulé par un gestionnaire extérieur, chargé, lui, des investissements particuliers. Il n'est pas rare que les administrateurs désignent deux gestionnaires ou plus afin de les mettre en concurrence pour qu'ils obtiennent les meilleurs rendements possibles.

Les gestionnaires investissent ces capitaux dans une série d'instruments de placement, essentiellement des actions, des emprunts et l'immobilier. Ils conservent une partie des capitaux en espèces, plus ou moins importante suivant les différents taux et rendements du marché. Ces investissements sont cotés ou basés à la fois au Royaume–Uni et à l'étranger, mais plus de 70 % d'entre eux sont détenus au Royaume-Uni. Les rendements de ces investissements viennent s'ajouter aux capitaux des fonds et sont soit réinvestis, soit versés sous forme de pensions. En termes d'investissements, à la fin de 1992, quelque 54 % des actifs des fonds de pension consistaient en des actions britanniques, 18 % étaient placés dans des actions étrangères, 6 % dans des valeurs britanniques à taux d'intérêt fixe (essentiellement des titres d'Etat), et 3 % dans des emprunts d'Etat indexés britanniques. Les placements dans l'immobilier représentaient 8 % des capitaux contre 5 % pour les liquidités. Il semblerait que les gestionnaires des fonds manifestent aujourd'hui une certaine préférence pour les actions britanniques et étrangères (tableau 1 ; voir également Phillips et Drew, 1993).

Figure 1 - Le cycle des capitaux des fonds de pensions britanniques

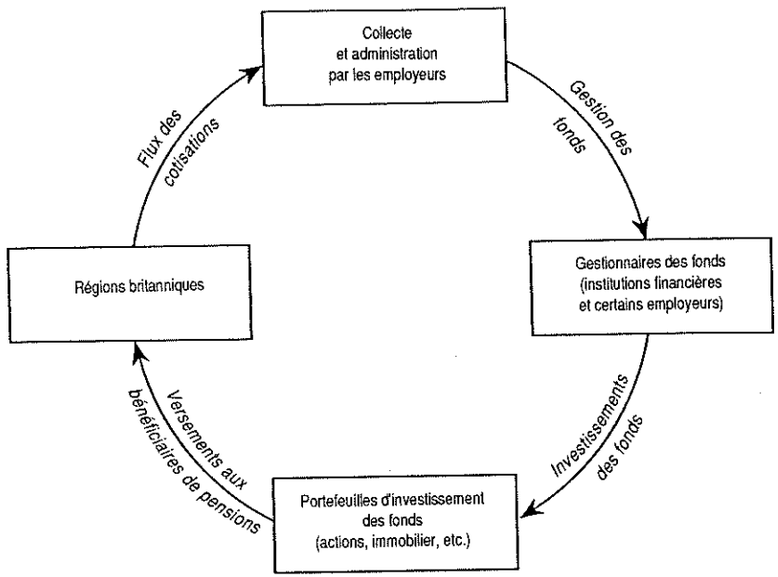


Tableau 1 - Composition générale des actifs investis par les fonds de pension britanniques, 1986 - 1992

(en % du total des actifs investis)

Année	Actions britanniques	Autres investissements au RU	Actions étrangères	Autres investissements étrangers
1986	45,0	39,3	14,1	1,6
1987	49,1	33,8	15,4	1,7
1988	53,8	27,8	16,7	1,7
1989	51,7	33,1	13,7	1,5
1990	52,5	31,0	14,8	1,7
1991	52,1	28,2	17,4	2,3
1992	54,1	24,3	18,0	3,6

Source : A.P. Information Services, Pension Funds and their advisers 1992, Londres, 1993.

La centralisation du système des fonds de pension au Royaume-Uni

Nous avons fondé notre étude de la gestion et des implications géographiques de ces flux et investissements sur un certain nombre de données, provenant de plusieurs sources. Nous avons tout d'abord recouru aux indications sur l'implantation géographique des sociétés et de leurs organes chargés de l'administration des fonds de pension, extraites de *Pension Funds and Their Advisers* (AP Information Services, 1993). Cette étude énumère les fonds de pension (en précisant le montant de leurs actifs) par

région et par taille, indique le nombre des fonds de pension avec des actifs de différents montants, fait des analyses par région et par taille, indique le nombre d'entreprises ayant un fonds de pension (avec une analyse par région, effectifs et secteur d'activité) et fournit des informations sur chaque fonds. Elle couvre en tout 2 107 fonds de pension, ce qui représentait en 1992 un capital cumulé de près de 280 milliards de £. Elle englobe presque tous les fonds ayant une valeur boursière de 10 millions de £ ou plus. Les fonds omis sont de manière générale des fonds de moindre importance qui ont souvent un contrat auprès d'une compagnie d'assurances. Cette source nous permet également de calculer la proportion des fonds gérés par des gestionnaires extérieurs. Nous avons également utilisé les données contenues sur les listes, fournies par le Stock Exchange, des organismes/entreprises propriétaires d'actions et la répartition des sociétés cotées en fonction de leur valeur boursière. Notre troisième source fut la presse financière, qui publie des informations sur la valeur boursière des 100 premières sociétés (les 100 premières valeurs constituant l'indice Footsie) ainsi que des données chiffrées sur la gestion des investissements. Enfin, nous avons exploité les données relatives à chaque entreprise, mentionnées dans un certain nombre de sources, lorsque nous avions besoin de plus de détails sur telle ou telle entreprise et son fonds de pension.

Les données extraites de l'étude Pension Funds and Their Advisers indiquent que 46 % des fonds de pension les plus importants (ceux dont les capitaux, les actifs, dépassent 10 millions de £) et 63 % de la totalité des capitaux accumulés par les fonds de pension sont détenus par des organismes et des entreprises dont le siège se trouve dans le Sud-Est de l'Angleterre (figure 2). Si on extrapole cette somme au total de 408 milliards de £ détenus par les fonds de pension à la fin de 1992, cela signifie que les fonds de pension de ces sociétés sises dans le Sud-Est de l'Angleterre détenaient 248 milliards de £. En d'autres termes, les sociétés dont les activités et les effectifs sont répartis dans tout le Royaume-Uni drainent leurs cotisations de retraite vers le Sud-Est à des fins de gestion. Comme nous l'avons vu précédemment, ce sont les grandes entreprises qui ont le plus grand nombre d'affiliés à des régimes d'employeur.

En termes de centralisation, il convient de mentionner un point majeur : bien qu'un tiers seulement de la population active britannique soit basée dans le Sud-Est, cette région administre, en valeur, plus de 60 % des fonds de pension du Royaume-Uni. En outre, les principaux fonds de pension sont centralisés dans cette région, en raison de la répartition géographique des sociétés et des sièges sociaux qui gèrent sur un plan national la collecte et les versements. Ainsi, 62 % (en nombre) et 75 % (en valeur) des fonds de pension détenant des actifs de plus de 1 milliard de £ sont gérés depuis le Sud-Est (voir tableau 2), indépendamment de la répartition géographique de la main-d'oeuvre dans tout le Royaume-Uni. Le fonds le plus important

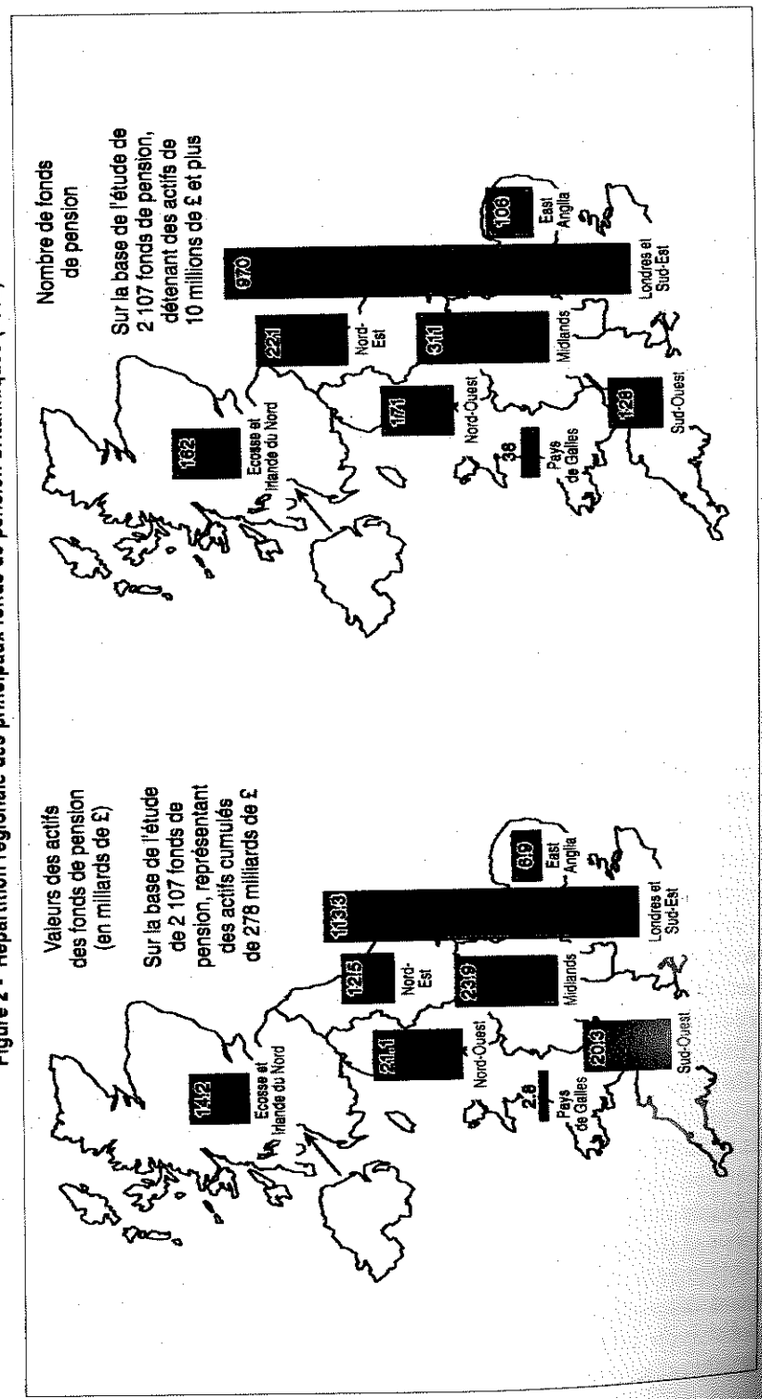


Figure 2 - Répartition régionale des principaux fonds de pension britanniques (1992)

Source : A.P. Information Services

est celui de British Telecom (12,4 milliards de £) et le plus « modeste » celui de Marks and Spencers (plus de 1 milliard de £). Les effectifs de ces deux sociétés sont dispersés dans tout le pays.

Tableau 2 - Répartition régionale des fonds de pension britanniques avec des actifs de 1 milliard de £ ou plus, en nombre et suivant la valeur des actifs (1992)

Région	Fonds de pension		Valeur des actifs	
	Nombre	%	Milliards de £	%
Londres	18	40,0	82,77	55,9
Sud-Est	10	22,2	27,52	18,6
East Anglia	0	0,0	0,00	0,0
Midlands	5	11,0	9,26	6,3
Sud-Ouest	5	11,0	12,34	8,3
Nord-Est	2	4,0	3,17	2,1
Nord-Ouest	4	8,0	10,54	7,1
Pays de Galles	0	0,0	0,00	0,0
Ecosse/Irlande du Nord	1	2,0	2,47	1,7
Total RU	45	100,0	148,10	100,0

Source : A.P. Information Services, *Pension Funds and their Advisers 1992*, Londres, 1993.

Cette concentration dans le Sud-Est revêt une certaine importance car le pouvoir économique et politique est depuis longtemps concentré à Londres et dans les douze comtés (*counties*) avoisinants. Londres est le siège d'une administration centrale extrêmement centralisée. Par ailleurs, la capitale et les douze comtés de la région Sud-Est abritent un nombre disproportionné de sièges sociaux des grandes sociétés industrielles et commerciales du pays : par exemple 47 % du chiffre d'affaires ou des ventes des 500 plus grandes entreprises britanniques sont gérés depuis Londres (Goddard, 1992). C'est dans cette région qu'est définie et administrée la politique économique nationale, et où sont élaborées les stratégies des sociétés et des entreprises industrielles. Il n'est donc guère surprenant que la gestion des fonds de pension subisse la même centralisation, ce qui ne fait qu'ajouter au pouvoir de cette région du Royaume-Uni.

Cependant, dans le cas des fonds de pension, l'étape la plus importante du cycle de l'argent ainsi investi résulte de cette concentration. Nous avons indiqué plus haut que les administrateurs prennent des dispositions visant à faire investir leurs capitaux par un gestionnaire de fonds. Nous avons examiné les deux mille fonds répertoriés dans *Pension Funds and Their Advisers* afin de déterminer quelle proportion représente la gestion interne par rapport à la gestion externe. En d'autres termes, nous avons tenté de savoir à qui est délégué le rôle de gestionnaire des investissements, indépendamment de la situation géographique du siège social et des capitaux administrés. Certains des fonds les plus importants emploient des gestionnaires internes : ce sont les fonds des très grandes en-

treprises et des organismes publics, tels que British Coal, British Petroleum et ICI. Tous ces fonds sont gérés depuis Londres. Néanmoins, les autres sociétés et les pouvoirs publics délèguent la gestion des fonds à des gestionnaires extérieurs, et ces derniers sont dans une très large proportion implantés à Londres. Pas moins de 77 % des capitaux des fonds de pension sont administrés par des gestionnaires extérieurs, dont un petit pourcentage sont basés en Ecosse. Le restant des capitaux est traité en interne. Ces deux catégories conjuguées, on estime à pas moins de 95 % la proportion de tous les actifs des fonds de pension, indépendamment de la situation géographique de l'employeur et de la provenance des cotisations, contrôlés depuis le Sud-Est de l'Angleterre. Ce contrôle est essentiellement assuré par les grandes entreprises et les sociétés disposant de services investissement internes et, également, par les services investissement des banques et des compagnies d'assurances, ainsi que par quelques petites entreprises indépendantes. Ce contrôle est donc très concentré, même si l'on tient compte de l'importance économique de la région Sud-Est.

La concentration au sein des sociétés de gestion est encore plus marquée et permet dans une certaine mesure d'expliquer la sur-concentration géographique. Mercury Asset Management (filiale de la banque d'affaires SG Warburg), Phillips and Drew Fund Management (Union Bank of Switzerland), Schroder Investment Management (de la banque d'affaires Schroders), BZW Investment Management (Barclays Bank) et Prudential Portfolio Managers (qui appartient à la compagnie d'assurances britannique Prudential) sont les principaux gestionnaires extérieurs. En effet, ces cinq organismes gèrent 25 % de tous les actifs des fonds de pension, soit de tout ou partie de plus de 1 200 fonds de pension. Les 25 premiers gestionnaires extérieurs traitent 45 % de tous les actifs des fonds de pension (2 700 fonds). Deux de ces sociétés de gestion sont écossaises (Baillie Gifford et Scottish Widows) et représentent à elles deux la somme dérisoire de 5 milliards de £ (84 fonds), soit à peine plus de 1 % de tous les actifs (Financial Times, 1993b).

Davis (1993) observe un renforcement de la concentration de la gestion des fonds de pension et la tendance des sociétés de gestion dominantes à conserver leur position. Entre 1984 et 1991, les 20 premiers gestionnaires sur cette période ne représentaient que vingt–neuf sociétés. Quatorze sociétés sont restées dans le groupe de tête des 20 premiers gestionnaires chaque année et seulement deux des onze nouveaux arrivés pendant cette période ont pu s'implanter de façon durable. Mercury Asset Management, Schroders et Phillips and Drew n'ont pas quitté le groupe des cinq premiers depuis 1984. Cette tendance s'auto-alimente car la concurrence dans le secteur de la gestion des fonds repose sur une comparaison des résultats et non sur les prix des prestations. Davis en conclut que les résultats sont le principal obstacle à l'entrée dans la cour des grands, et non la structure des coûts, ce qui renforce la centralisation de la gestion.

La concertration des investissements

Où va donc l'argent en termes d'emplacement géographique, de secteur et d'activité ? Nous l'avons vu, 56 % du total des actifs sont placés dans des actions britanniques. C'est sur ce point que nous nous pencherons plus particulièrement, car il est plus facile de formuler des hypothèses et des analyses sur la concentration des modèles d'investissement.

Les 56 % placés dans des actions britanniques correspondent à une valeur cumulée de 228 milliards de £ au Stock Exchange. Au début de 1992, les fonds de pension détenaient 31 % de toutes les actions cotées à la bourse de Londres. Ces capitaux ne sont pas investis de façon égale dans les secteurs et les sociétés. Notamment en termes de taille, la structure des sociétés cotées empêche en effet une répartition égale des investissements compte tenu du montant des capitaux à investir. Les sociétés avec une capitalisation boursière de 1 milliard de £ ou plus (soit 148 sociétés, ou 8,9 % en nombre, sur un total de 1 667) ne représentent pas moins de 76,9 % de la valeur boursière de toutes les sociétés du Royaume-Uni et d'Irlande cotées au Stock Exchange (septembre 1993). Les 227 sociétés avec une capitalisation boursière de 500 millions de £ ou plus (soit 13,6 % en nombre) représentent 84,7 % en valeur.

Les politiques d'investissement plafonnent généralement la proportion des capitaux d'un fonds placés dans des actions d'une société donnée. En outre, pour les plans conventionnés, la loi limite le pourcentage du capital en actions d'une entreprise que peut détenir un fonds de pension. Cette politique et ces règles favorisent les placements dans les actions des grandes sociétés, car les fonds atteignent le pourcentage du capital maximal autorisé détenu dans toute société avant d'atteindre le pourcentage maximal des fonds à investir. Même en partant de l'hypothèse selon laquelle les fonds de pension réalisent des investissements proportionnels au poids de chaque société cotée en bourse (et donc en sous-estimant la distorsion en faveur des grandes sociétés que constituent les restrictions du pourcentage des actions d'une seule société détenues par les fonds de pension), les placements des fonds de pension dans les actions des grandes sociétés couvriraient plus de 175 milliards de £, investis dans des sociétés valant 1 milliard de £ ou plus. Ils couvriraient plus de 190 milliards de £ dans de grandes sociétés d'une valeur de 500 millions de £ ou plus. Il ne reste plus que 38 milliards de £ venant s'investir dans 86 % des autres sociétés cotées en bourse.

Etudions les implications géographiques de cette tendance en se référant aux 100 premières sociétés qui constituent l'indice Footsie (Financial Times Stock Exchange). Les actions de ces sociétés représentent une capitalisation boursière de 525 milliards de £, soit 72 % de la valeur totale des actions cotées (septembre 1993). En terme de valeur boursière, avec 29 milliards de £, British Telecom est la première société cotée. La plus petite société de l'indice Footsie (constitué à partir des 100 premières sociétés britanniques, classées en fonction de leur capitalisation boursière) est Tate and Lyle, avec 1,3 milliard de £. Seu-

les dix sociétés répertoriées dans l'indice Footsie ont leur siège hors de la région Sud-Est. Cinq d'entre elles sont des réseaux publics privatisés (eau et électricité) qui ont des attributions géographiques spécifiques hors de cette région. Si l'on soustrait la valeur boursière de ces dix sociétés du total de la capitalisation des 100 sociétés de l'indice Footsie, il reste un peu plus de 500 milliards de £ de la valeur boursière qui revient aux sociétés sises dans le Sud-Est, soit près de 70 % de la capitalisation boursière totale de toutes les actions cotées à la bourse. Ainsi, en raison de la taille et de l'implantation géographique des sociétés, d'une part, et compte tenu de la taille des fonds de pension, d'autre part, on peut raisonnablement supposer qu'il existe une considérable distorsion favorisant les investissements dans les sociétés dont le siège est dans le Sud-Est. Or, ce sont précisément de ces sociétés qu'est initialement provenue la majeure partie de l'épargne.

En fait, sur la base des proportions des investissements des fonds de pension dans des actions et la répartition des sociétés au Stock Exchange, ainsi qu'en se référant au nombre et à la valeur boursière des sociétés constituant l'indice Footsie, nous estimons à plus de 150 milliards de £ le total des actifs des fonds de pension accumulés par les sociétés et entreprises publiques dans tout le Royaume-Uni. Cela signifie que les deux tiers de tous les investissements des fonds de pension réalisés dans des actions sont investis dans les titres des 90 premières sociétés basées dans le Sud-Est ou y ayant leur siège.

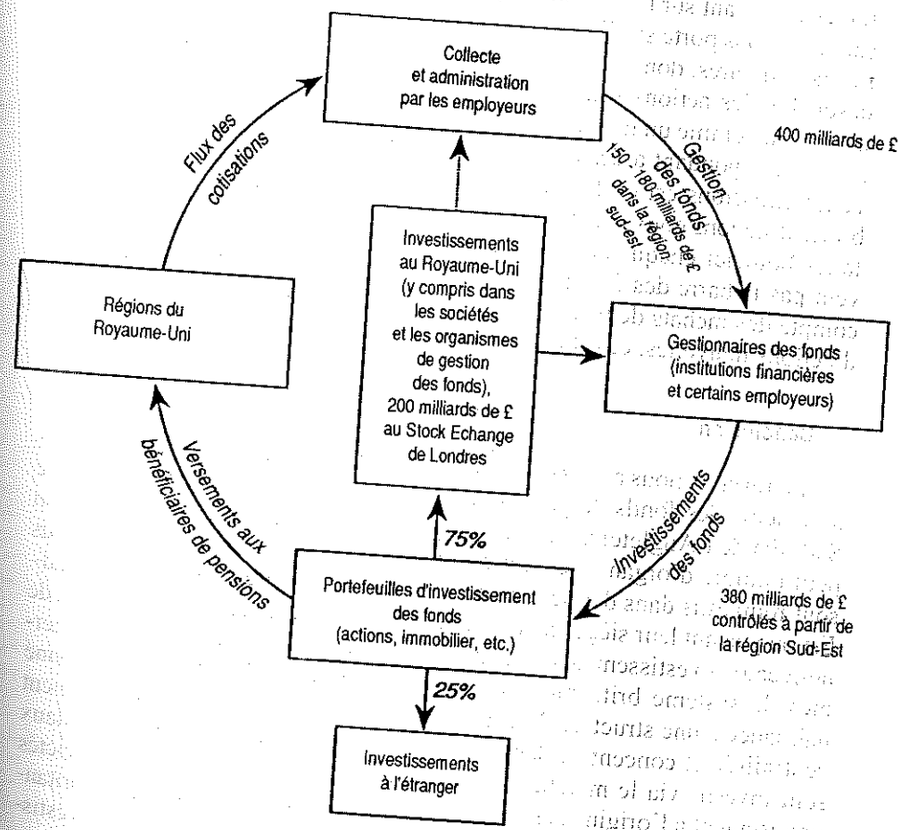
La répartition sectorielle de ces sociétés nous permet de mieux comprendre cette distorsion géographique. L'indice Footsie compte 38 sociétés financières, réseaux publics, compagnies gazières, pétrolières ou minières, mais ces dernières représentent 45 % de la valeur boursière totale des actions des sociétés de cet indice (234, 8 milliards de £). Leur capitalisation boursière moyenne se monte à 6,18 milliards de £. A lui seul, le secteur financier représente 86,8 milliards de £, soit près de 17 % du marché. Le secteur des biens d'équipement, que nous avons défini comme englobant les catégories d'actions des domaines des matériaux de construction, de l'ingénierie, de l'électronique, de l'électricité, des métaux et de la métallurgie, plus deux grands conglomérats, ne compte que treize sociétés, pour une valeur boursière de 62 milliards de £ – 11,8 % de la capitalisation boursière totale des sociétés comprises dans l'indice Footsie, et une moyenne de 4,7 milliards de £ par société. Le secteur des biens de consommation regroupe 37 sociétés totalisant une capitalisation boursière de 173 milliards de £, soit 32,9 % de la capitalisation totale de l'indice Footsie, avec une moyenne de 4,6 milliards de £ par société.

Malgré la complexité des raisons qui poussent à investir dans un secteur donné, il semble qu'on puisse établir un lien entre la taille des sociétés et la taille du secteur, et cela crée une distorsion sur le marché en faveur des actions des sociétés financières, des réseaux publics et des compagnies minières et pétrolières. Il convient de noter un point intéressant au sujet des

investissements dans le secteur financier : ils incluent les investissements dans les actions des banques et autres grands gestionnaires de fonds qui réalisent initialement les investissements depuis le Sud-Est. Parmi ces organismes, citons Barclays Bank (17 milliards de £ provenant des fonds de pension gérés via BZW), Lloyds Bank (4 milliards de £), Prudential (9 milliards de £), Natwest Bank (8 milliards de £, via County Natwest) et SG Warburg (qui est, comme nous l'avons vu, le propriétaire du plus important gestionnaire de fonds administrés en externe, et même le plus important gestionnaire en général, représentant le montant royal de 33 milliards de £, ou près de 50 milliards de $).

Le cycle des capitaux des fonds de pension décrit à la figure 1 est donc extrêmement biaisé en réalité, sur le plan géographique et sur celui des sociétés concernées, car il est concentré à Londres et la région Sud-Est, d'où il est aussi contrôlé (figure 3).

Figure 3 - Le rôle pivot de la région Sud-Est dans le cycle des capitaux des fonds de pension



les dix sociétés répert[illegible] grandes sociétés na-
région Sud-Est. Cinq [illegible]s simplement et
électricité) qui ont d[illegible]-Uni. Théorique-
région. Si l'on sous[illegible]s pour le réinvestir
capitalisation des [illegible]ropre activité, ce qui
500 milliards de £ [illegible]ans les régions où ces
le Sud-Est, soit p[illegible]insi pourrait-on dire que
actions cotées à [illegible]mes d'infrastructure et de
géographique d[illegible]ement un filtrage et un pro-
de pension, d'[illegible] frais de gestion et d'adminis-
considérable [illegible]itue un moyen rentable de pro-
le siège est d[illegible]sion et les investissements.
initialement [illegible]s. Seule une petite fraction des pla-
En fait, [illegible]ssements « primaires », c'est-à-dire à
sion dans [illegible]s sociétés via l'émission de droits de
qu'en se [illegible]enses, ou de nouvelles émissions par des
l'indice F[illegible]a majeure partie de toutes les transactions
des fond[illegible] et la vente d'actions existantes auprès d'au-
tout le [illegible]uit n'est pas encaissé par les sociétés au nom
ments [illegible]tibellées. Le *Stock Exchange* fonctionne donc
des 90[illegible]hé « secondaire ». La proportion des achats d'ac-
L[illegible]s émissions de droits de souscription et à de nou-
pren[illegible]t très faible. Entre 1982 et 1992, les émissions
fina[illegible]elles ne représentaient pas plus de 3 % du chiffre d'af-
ma[illegible]que année, et cette proportion ne dépassait le plus sou-
ti[illegible]des 2 % (CSO, 1987, 1988, 1992 et 1993). Si l'on tenait
[illegible]ats de titres, et si nous calculions donc les émissions nettes
[illegible]elles, ces chiffres seraient encore plus bas.

sion

résumé, nous avons démontré que la majeure partie des flux et inves-
nents des fonds de pension sont réalisés depuis une seule région, le
-Est de l'Angleterre, et que leur gestion est concentrée aux mains d'un
tit nombre d'organismes. En outre, la plupart des capitaux de ces fonds
sont réinvestis dans des actions de sociétés basées elles aussi dans le Sud-
Est ou y ayant leur siège, et seule une infime partie de ces capitaux sert à de
nouveaux investissements ou à une expansion des activités. En d'autres ter-
mes, le système britannique de régime de retraite d'employeur a donné
naissance à une structure de contrôle et de pouvoir financiers extrêmement
centralisée et concentrée dans une seule région, dans laquelle les capitaux
sont investis via le marché secondaire dans les titres des grandes sociétés
précisément à l'origine des fonds de pension. Le système de retraite britan-
nique a donc des conséquences significatives pour le contrôle des investis-

sements et la formation du capital. On pourrait donc avancer que le système britannique de régime de retraite d'employeur préfinancé permet au système financier basé à Londres et dans le reste de la région Sud-Est de réaliser de substantiels bénéfices et des affaires non négligeables. Ce sont donc un secteur particulier et une région relativement prospère qui en profitent, mais on peut affirmer que ce processus ne contribue guère au développement économique du Royaume-Uni.

* *
*

Bibliographie

CSO (Central Statistical Office) (1987, 1988, 1992 et 1993) *Financial Statistics*. HMSO Londres.

CSO (Central Statistical Office) (1993). « Insurance Companies and Pension Fund Investment », *Business Monitor MQ5*, janvier, HMSO, Londres.

Davies, B. (1993). *Better Pensions for All*. Londres : Institute for Public Policy Research.

Davis, E. P. (1993). « The United Kingdom Fund Management Industry », *The Business Economist*, vol. 24, n° 2.

Financial Times (1993a). « Pension Review May Affect 400,000 », 9 décembre.

Financial Times (1993b). Supplément : Pension Fund Investment, 6 mai.

Goddard, J. B. (1992). « Structural Economic Change and the Regions », communication présentée lors de la conférence annuelle de la Regional Studies Association.

Government Actuary (1991). *Occupational Pension Schemes*, 1987, huitième édition. HMSO : Londres.

Income Data Services (1993). *Pension Service Bulletin*, 7 novembre.

OPCS (Office of Population and Census Statistics) (1991). *General Household Survey*. HMSO : Londres.

Phillips and Drew (1993). *Pension Fund Indicators*. Philipps and Drew Management : Londres.

Waine, B. (1992). « Workers as Owners : the Ideology and Practice of Personnal Pensions », *Economy and Society, vol. 21, n° 1*.