



RÉGLEMENTATION DES RETRAITES PRIVÉES : LE CAS DU ROYAUME-UNI

E. PHILIP DAVIS¹

Cet article évoque les problèmes économiques liés à la réglementation des fonds de pension en prenant pour exemple la situation du Royaume-Uni. Ce pays est en effet un bon cas d'étude si on considère la large proportion de la main d'œuvre couverte sur une base volontaire (75 %), la taille des actifs (plus de 80 % du PNB) et les performances de l'investissement (avec des rendements réels de 5 % par an sur la période 1970-95¹). Il peut donc fournir quelques enseignements². De la même manière, quelques-uns des échecs bien connus du régime britannique peuvent prévenir de certains pièges. On peut notamment évoquer le scandale de la fraude Maxwell mais aussi les commissions excessives, les cotisations inadéquates et la mauvaise vente des retraites personnelles. Une caractéristique essentielle du système de retraite britannique est le faible niveau des retraites offertes par la Sécurité sociale. Elles sont composées de deux éléments, la pension d'Etat de base (Basic State Pension), indexée sur les prix et qui représente environ 10 % des rémunérations moyennes et la retraite d'Etat liée aux rémunérations (State Earnings Related Pension, SERPS), qui est aussi indexée sur les prix et qui représente actuellement environ 20 % des rémunérations. Les salariés peuvent ne pas adopter la retraite du SEPRS mais à condition de la remplacer par une retraite privée. La croissance des retraites par capitalisation a été stimulée par des avantages fiscaux qui ont été offerts sous la forme d'exemptions fiscales pour les cotisations, et par les rendements des actifs.

¹ Professeur d'économie et de finance (Brunel University, Uxbridge, Middlesex UB3 4PH), membre associé du Financial Group à la London School of Economics, chargé de cours au Royal Institute of International Affairs et chercheur au Pensions Institute au Birkbeck College, à Londres.

Les vues exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles des institutions auxquelles il est affilié. L'auteur remercie Philip Booth, Chris Daykin et Emma Jackson pour leurs utiles conseils.

QUESTIONS ÉCONOMIQUES

Commençons par définir quelques termes. Dans un régime à prestations définies, les pensions versées sont définies à l'avance par la compagnie, indépendamment des cotisations et du rendement des actifs. Dans un régime de cotisations définies, seules ces dernières sont fixées et les pensions dépendent par conséquent uniquement du rendement des actifs du fonds. Un fonds de pension professionnel est un terme utilisé au Royaume-Uni pour désigner les systèmes de retraite d'une entreprise (que ce soit à prestations définies ou bien à contribution définie). Les retraites personnelles sont des contrats individuels à contribution définie qui sont ordinairement signés auprès de compagnies d'assurance-vie. On peut aussi faire la distinction entre un régime de retraite (un contrat qui expose les droits et les devoirs des membres et de l'organisation qui gère les fonds de manière extérieure et qui est appelée le sponsor) et un fonds de pension (les actifs accumulés pour payer les obligations de retraite). Pour les cotisations définies, le fonds est équivalent au régime mais pour les prestations définies, c'est le moyen de collatéraliser les promesses de l'employeur qui est exposé dans le plan. Par conséquent, il peut y avoir des schémas de prestations définies sous-financés ou sur-financés.

2

*Quelle est la réglementation générale des fonds de pension ?
Pourquoi une solution de marché libre ne suffit-elle pas à assurer
la sécurité des revenus de la retraite ?*

Les asymétries d'informations impliquent que les consommateurs peuvent être vulnérables à des traitements frauduleux, négligents, incompetents ou bien injustes, mais aussi à la faillite de l'institution. Ces risques sont sérieux pour les particuliers qui utilisent des services financiers tels que les retraites personnelles, parce que ces clients réalisent un investissement sur une proportion assez importante de leur richesse et parce que les contrats sont exclusifs et impliquent un engagement sur une longue période. Il y a également peu de chances que les clients jugent rentable de procéder à une évaluation complète des risques auxquels les régimes de retraite les exposent.

Les externalités surviennent lorsque les actions d'un agent économique ont, pour les autres agents, des conséquences qui ne sont pas prises en compte par le mécanisme de prix. L'exemple le plus évident en finance est lié au risque de paniques bancaires. Etant donné l'équivalence entre les passifs de long terme et les actifs de long terme, de telles externalités sont moins susceptibles d'arriver pour les fonds de pension. Il reste néanmoins des possibilités d'externalité d'une faillite, notamment lorsque ceux qui font faillite sont ceux qui offrent directement la garantie ou qui jouent le rôle de fournisseur de pensions à ceux qui n'en ont pas.

Le pouvoir de marché peut être d'une pertinence certaine pour les fonds de pension professionnels, en particulier quand y adhérer est obligatoire, qu'il y ait ou non des asymétries d'information. Les employeurs, dans un environnement non réglementé qui offrent un fonds de pension sur une base monopolistique, structureront leurs plans dans leur propre intérêt, en ne donnant le droit à pension par exemple qu'après une période prolongée d'emploi, ou en faisant bénéficier la direction de meilleures conditions que les salariés (Altman, 1992).

La réglementation peut également se justifier par des aspects de sélection adverse - une situation courante sur les marchés de l'assurance sur lesquels l'asymétrie d'informations empêche l'acheteur de distinguer la qualité ; en clair une politique de fixation de prix induit une qualité moyenne faible des vendeurs sur le marché (seuls les gens qui s'attendent à vivre longtemps vont acheter des rentes, à moins que la réglementation ne les rende obligatoires). Il peut également y avoir un problème d'aléa moral c'est-à-dire une incitation pour le bénéficiaire d'un contrat à valeur fixée (par exemple une assurance de pension de retraite) à modifier son comportement une fois que le contrat a été signé, au détriment du fournisseur de ce contrat. D'autres raisons justifiant la réglementation incluent la volonté que les pensions fiscales ne soient pas utilisées à mauvais escient et que l'équité, l'adéquation et la sécurité des revenus pendant la période de retraite soient atteints. La réglementation peut être également motivée par l'efficacité économique, en supprimant par exemple les barrières à la mobilité du travail.

Les réglementations ne sont pas sans coût et des charges réglementaires excessives peuvent décourager les provisions des retraites privées. Elles peuvent être classées en plusieurs catégories. Une première se rapporte aux flux entrants et à l'actif des fonds de pension, une seconde à leurs flux sortants et au passif, et la dernière à des réglementations structurelles plus larges. Il y a de grandes différences entre les réglementations des régimes à prestations définies et ceux des cotisations définies, parce que les premiers ont des caractéristiques de garantie proches des compagnies d'assurance - bien qu'elles soient fournies par le sponsor et non par le fonds lui-même - alors que les seconds n'ont pas de telles caractéristiques et ressemblent davantage à des *mutual funds*. Les questions auxquelles la réglementation des retraites essaie de répondre sont résumées dans le tableau n°1, ainsi que le type de réglementation et les problèmes économiques qui y sont liés.

LA RÉGLEMENTATION DES ACTIFS ET DES COTISATIONS DE RETRAITE

Les réglementations de portefeuille

La réglementation qualitative de la détention d'actifs à rendement relativement volatil (actions, immobilier, actifs étrangers...) est imposée

dans de nombreux pays. Il existe souvent aussi des limites à l'auto-investissement pour protéger contre la concentration des risques concernant l'insolvabilité du sponsor. Mais, hormis le contrôle de l'auto-investissement, de telles réglementations ne sont pas appropriées puisque les fonds de pension, contrairement aux compagnies d'assurance, font face aussi bien à un risque de passif croissant qu'à un risque de détention d'actif et ont besoin par conséquent d'échanger de la volatilité et du rendement. En outre, une diversification appropriée des actifs peut éliminer tout risque idiosyncratique lié à la détention d'un seul actif. Les limites peuvent donc être très mal adaptées pour des retraites à prestations définies étant donné le rôle de tampon joué par la présence du sponsor.

Contrairement à de nombreux pays de l'Union européenne (Commission européenne, 2000), il n'y a pas de restriction quantitative de portefeuille sur les fonds de pension britanniques, à l'exception des limites sur l'auto-investissement (5 %). Les stratégies de portefeuille³ doivent chercher « à procurer le meilleur rendement pour le bénéficiaire, relativement aux risques de l'investissement en question, à utiliser toute la palette des investissements autorisés et à accroître le rendement du fonds ou à réduire son risque ». Par conséquent, bien qu'il n'y ait pas de règle de *prudent man*⁴, ce jugement peut être interprété comme l'exigence d'une diversification prudente, ce qui, finalement, revient au même.

La réglementation ou la conduite à adopter pour les détenteurs des régimes personnels à cotisations définies est un problème non résolu. Certains individus pourraient investir, au début de leur vie, dans les actifs à rendement excessivement peu risqués qui ne leur permettraient pas d'accumuler une retraite suffisante alors que d'autres pourraient continuer à choisir des actifs risqués à l'approche de la retraite, rendant leurs revenus de la retraite très vulnérables à la volatilité des marchés⁵. Mais ces questions pourraient être résolues par des exigences d'informations et de conseil de la part des fournisseurs de ces régimes plus que par des réglementations de portefeuille.

Evaluation : la règle du *prudent man* au Royaume-Uni est une approche sensée de l'investissement qui est en phase avec les théories de la finance.

Les réglementations du financement

La réglementation du financement des pensions est un aspect-clé du cadre réglementaire pour les fonds de retraite à prestations définies. Les MFR (acronyme anglais pour Réglementation de financement minimum) cherchent à protéger la sécurité des pensions contre les risques de défaut de la compagnie - des fonds de garantie sont disponi-

bles pour couvrir les promesses de pension. Une protection supplémentaire contre les crédateurs d'une entreprise en faillite est offerte quand le fonds de pension est un trust indépendant (comme au Royaume-Uni) plutôt qu'une partie d'un bilan (comme pour le financement des réserves en Allemagne). Blake (2000b) souligne que l'équilibre de long terme entre l'actif et le passif est maintenu le plus efficacement par un choix d'actifs avec des caractéristiques de risque et de rendement similaires à celles du passif. Les actions répondent à ce critère quand le passif croît au même rythme que les salaires réels, ce qui est le cas d'un fonds de pension continu qui viserait un certain ratio de remplacement à la retraite parce que les parts du capital et du travail sont à peu près constantes. Les obligations ne sont en revanche pas un bon complément d'un passif basé sur les salaires réels bien qu'elles correspondent à la rente des retraites.

Des définitions préliminaires sont nécessaires pour discuter le financement (Bodie, 1991). Le niveau auquel le fonds peut remplir toutes ses obligations courantes, sous contrainte des garanties légales⁶, est connu sous le nom d'ABO⁷ (acronyme anglais pour Obligation d'allocation cumulée). L'hypothèse selon laquelle les droits seront indexés aux rémunérations s'accroît jusqu'à la retraite même s'ils ne sont pas garantis légalement. L'obligation indexée de pension (IBO) suppose une indexation de la pension après le départ à la retraite ainsi qu'une indexation sur les rémunérations jusqu'au départ à la retraite. Le financement et les règles comptables qui y sont liées peuvent affecter le comportement d'investissement de la gestion du fonds de pension puisqu'ils déterminent l'incidence du risque de déficit (Bodie 1991) qui se concrétise lorsque l'actif descend sous le niveau du passif provoquant le besoin d'injecter des fonds de manière urgente. Si les règles sont trop strictes, elles peuvent conduire à des conflits entre l'actif de long terme et le passif, en forçant le fonds à détenir des obligations pour éviter un passif à court terme alors que les actions sont plus appropriées pour un équilibre de long terme.

Premier point essentiel au Royaume-Uni : le système fiscal décourage les retraites professionnelles par répartition en supprimant les réductions d'impôts pour de tels systèmes. Des limites à l'auto-financement assurent que les actifs sont en outre externes au sponsor.

En second lieu, depuis 1997, il y a une MFR au Royaume-Uni basée sur l'ABO. Les calculs sont faits sur l'hypothèse d'être suffisants si le fonds est liquidé, pour racheter les allocations des retraités avec une compagnie d'assurance et pour fournir aux non-retraités une valeur actuarielle juste de leurs droits accumulés qui pourraient être transférés vers un autre support de retraite (le fonds pourrait toujours avoir à supporter le coût de l'achat des rentes différées pour couvrir ses obliga-

tions). Le passif est évalué tous les trois ans par comparaison à un « portefeuille de référence » d'obligations du gouvernement britannique et d'actions avec une proportion d'obligations qui s'accroît lorsque le projet arrive à maturité. Quand la réglementation sera entièrement opérationnelle, un niveau de 90 % de financement devra revenir à 100 % dans les cinq ans et un déficit sous les 90 % doit être résolu dans les douze mois.

Troisièmement, il y a une limite, mise en application par le système fiscal, au surfinancement de 5 % sur les obligations projetées, bien qu'il donne cinq ans pour éliminer les excédents, avant que le solde soit taxé, et bien qu'il applique des méthodes de calcul généreuses pour la définition de l'actif et du passif. Puisque les fonds de pension britanniques doivent indexer les pensions jusqu'à 5 %, l'IBO est la mesure adéquate des obligations projetées.

Quatrièmement, la norme comptable opérationnelle SSAP24 base la valorisation du fonds sur une base actuarielle et un lissage à long terme. Ceci est partiellement cohérent avec l'approche de MFR, mais aussi avec le système précédent dénué de telles règles, comme le présent article va en discuter plus bas. Les organismes comptables proposent maintenant une nouvelle norme, FRED20, qui va radicalement changer les choses en imposant la comptabilité en valeur de marché et l'utilisation du rendement des obligations d'entreprises pour actualiser le passif.

Ce système doit être vu à la lumière des réglementations précédentes dans lesquelles, jusqu'en 1997, il n'y avait pas de MFR (sauf dans l'obligation de ne pas souscrire qui a remplacé les allocations du SEPRS) ou d'obligation légale pour remédier à un sous-financement mais aussi, aucune méthode standard pour calculer le financement n'était imposée. Cela signifiait que des actifs volatils, tels que les actions, pouvaient être utilisés de manière intensive par les fonds de pension britannique. Les fonds pouvaient se concentrer uniquement sur le ratio PBO/IBO et pas sur l'ABO⁸. D'un autre côté, les *trustees* étaient tenus par leur devoir de prudence de s'assurer que le financement est en place et que les fonds sont supervisés de manière à ce que les ressources disponibles couvrent leurs obligations.

Les firmes garantes considèrent que le MFR s'ajoute aux coûts du maintien d'un projet à prestations définies et est un des facteurs qui poussent à un glissement vers les régimes à cotisations définies. Les compositions d'actifs sont en effet passées de 72 % en actions et 14 % en obligations en 1995 à respectivement 72 et 19 % en 1998 (WM, 2000). Il est clair que la maturité croissante des projets de retraite (au fur et à mesure que la proportion d'agents proches de l'âge de la retraite augmente) va conduire dans tous les cas à une augmentation de leur détention d'obligations. Il va en aller de même pour le déplacement vers

des cotisations définies où les risques ne sont supportés que par les travailleurs. Et les fonds de pension ne correspondent toujours pas à leur référence qui est estimée à une répartition de 55 % pour les actions et 45 % en moyenne pour les obligations (et autour de 50-50 pour des projets matures). Ceci suggère que l'effet de distorsion induit par les réglementations ne devrait pas être exagéré.

D'un autre côté, la future réglementation comptable FRED20 pourrait radicalement accroître l'exigence de la détention d'obligations en insistant sur le fait que les actifs et les passifs des pensions doivent être indiqués en valeur de marché. Sous cette nouvelle réglementation, il y aura trois bases différentes (et potentiellement incohérentes) pour calculer le financement des pensions : la solvabilité, la base fiscale et la base comptable.

Evaluation : l'introduction du MFR conduit à une réduction de l'efficacité de l'investissement, selon les observateurs, mais les caractéristiques de ce régime, en utilisant principalement les valeurs actuarielles des actions comme base de calcul, signifient que l'effet est limité pour l'instant. Cela pourrait changer avec la nouvelle norme comptable FRED20.

La propriété des excédents

La propriété des excédents, dans un fonds de pension à prestations définies, est un problème-clé. Si le fonds n'est qu'un appui pour les promesses de pension des entreprises, et si l'entreprise porte également la responsabilité de combler tous les déficits, alors l'excédent doit lui appartenir. Mais des abus pourraient survenir pendant les rachats lors de tentatives d'exproprier les actifs de pension.

Au Royaume-Uni, l'excédent doit généralement revenir au sponsor qui peut le reprendre par un retrait direct (soumis à impôt) ou par une suspension des cotisations. Cependant, des décisions judiciaires ont sévèrement réduit la possibilité des prédateurs de s'accaparer les excédents de fonds qui sont des cibles de rachats en clôturant les projets. Il y a deux principes réglementaires :

- le Comité de direction a le pouvoir de déclarer à l'avance qu'il opposera son veto à toute proposition future de hausse des pensions ;
- les régimes de pension peuvent changer leurs *trusts deeds* pour empêcher les rachats hostiles conçus dans le but de s'emparer des surplus des fonds de pension. De plus quand un plan se termine, il est censé pouvoir fournir l'indexation des pensions. Enfin, les membres doivent donner leur accord préalable à toute baisse des droits accumulés.

Evaluation : la logique du fonds à prestations définies est que l'excédent devrait être disponible pour le sponsor en tant qu'actif immobilisé, mais quelques protections, contre les abus doivent également être

envisagées. Les réglementations britanniques semblent avoir trouvé le juste milieu.

La réglementation sur les cotisations et les commissions

Les réglementations sur les provisions ne peuvent pas s'appliquer aux fonds à cotisations définies, puisqu'il n'y a pas de promesses sur le niveau des pensions futures. Assurer la sécurité des retraites dans ce cas requiert que les cotisations soient maintenues et qu'elles permettent une épargne suffisante. L'adéquation des pensions sera également mieux assurée si les dépenses ne sont pas excessives.

Au Royaume-Uni, la réglementation des fonds à cotisations définies cherche à s'assurer que les obligations de cotisations soient remplies. Si les arriérés s'accumulent, l'Autorité de réglementation des retraites professionnelles (OPRA) prendra des mesures pour mettre en œuvre le paiement. Restent les problèmes du niveau des cotisations. Pour les pensions privées la cotisation minimale représente 4,6 % des rémunérations⁹, ce qui ne suffit pas à assurer une retraite raisonnable. De nombreux détenteurs de retraites privées ne cotisent qu'au minimum, et encore ce montant est-il souvent amputé, comme nous le verrons plus bas, par des frais élevés. En outre, il n'y a pas obligation pour l'employeur de cotiser pour un salarié qui aurait délaissé le plan d'entreprise au profit d'un plan personnel. Il existe également des asymétries entre les régimes à cotisations définies et à prestations définies, puisque les cotisations pour ces derniers (généralement 6 % de la part des employés et 12 % de la part de l'employeur) dépassent largement celles des premiers (respectivement 6 % et 3 %).

Un problème essentiel relatif aux retraites personnelles actuelles est le taux très élevé des charges (environ 2,5 % pour les frais administratifs et jusqu'à 1,5 % pour les frais de gestion du fonds). Comme le note Blake (2000b), la retraite personnelle moyenne sur une période de 25 ans coûte 19 % des cotisations sous forme de frais et même 28 % dans le pire des cas. Les charges incluent également la rémunération des vendeurs et offrent par conséquent un très faible rendement pour les personnes qui cessent de cotiser dans les premières années. En revanche, les projets professionnels ont des coûts trois ou quatre fois plus faibles. Une nouvelle initiative pour les clients vise actuellement à surmonter ces difficultés en imposant que l'ensemble des charges soit équivalent à 1 % du montant du fonds, à comparer avec les 2 ou 3 % généralement constatés pour les retraites personnelles.

Évaluation : le Royaume-Uni devrait certainement fixer un minimum de cotisation plus élevé pour éviter une forte pauvreté au sein de la population âgée détentrice de plans de retraites personnels. La réglementation des commissions est une lacune qui est en passe d'être comblée mais avec beaucoup de retard.

*LA RÉGLEMENTATION DU PASSIF DES FONDS
DE PENSIONS ET LES DÉREMBOURSEMENTS**La réglementation de l'adhésion*

Est-ce que les firmes devraient être obligées de fournir des retraites professionnelles et est-ce que les artisans devraient être obligés d'avoir un plan de retraite personnel ou tout cela doit-il se faire sur la base du volontariat ?

Et si le volontariat était retenu pour les entreprises, celles-ci pourraient-elles insister pour obtenir la participation de tous les employés ? Des salariés qui seraient libres de ne pas cotiser pourraient le faire par myopie (ils ne se projetteraient pas assez loin dans le futur pour envisager leur retraite) et pourraient être soumis au risque moral (en pensant que l'Etat pourrait fournir un filet de sécurité). La couverture de tous les employés assure de l'épargne pour le système de Sécurité sociale. La couverture des salariés à faibles revenus pourrait avoir un effet plus puissant sur l'épargne nationale que la couverture volontaire qui les laisse en effet de côté (Bernheim et Scholz 1992). Les avantages fiscaux sont plus uniformément répartis et peuvent être réduits. Les conditions de portabilité et d'investissement peuvent être standardisées de manière à accroître la mobilité du travail. Les imperfections de marché sur le marché des rentes pourraient également être surmontées plus promptement. D'un autre côté, la compétitivité pourrait être négativement affectée si les entreprises faisaient face à des coûts auxquels elles ne pourraient pas se soustraire. Il en irait de même pour les salariés à faibles revenus, qui n'auraient de toute façon pas épargné et qui perdraient donc du pouvoir d'achat pendant leur vie active.

Le Royaume-Uni a choisi de ne pas rendre obligatoire pour les employeurs la provision de projets de retraites professionnelles. Les individus qui ne souscrivent pas aux plans proposés par l'employeur n'ont pas d'obligation non plus de recourir à des systèmes personnels. Par conséquent, la couverture agréée des projets professionnels est d'environ 50 % et cette couverture professionnelle se concentre sur les hommes, syndiqués, plutôt des employés, et qui travaillent dans des grandes entreprises. Alors que la couverture s'est considérablement accrue au moyen des fonds de pensions personnels volontaires, Blake (2000a) souligne que les taux de défaillance sur les retraites personnelles sont très élevés avec seulement 60 % de contrat qui passe la quatrième année. Si cette tendance se prolonge dans le futur, cela signifie que très peu de souscripteurs de pension personnels obtiendront une retraite adéquate (Blake estime ce nombre à 16 % environ). L'adhésion obligatoire permettrait de remédier à ces problèmes. Pour élargir la couverture, il est ainsi proposé que des plans de retraite devront être offerts par



toutes les firmes de plus de cinq salariés (bien que plusieurs milliers de salariés travaillent dans des firmes qui comptent moins de cinq employés).

Le droit des employeurs d'insister sur l'adhésion obligatoire de leurs employés aux plans d'entreprise a été déclaré illégal en 1988. Bien que cette décision soit profitable pour la liberté de choix, elle a un gros inconvénient : ceux qui ne choisissaient pas l'offre de leur entreprise se retrouvaient bien souvent avec des plans individuels dotés de pensions inférieures aux plans professionnels qu'ils remplaçaient, pas seulement en termes monétaires, mais aussi en raison de la perte de l'assurance souvent incluse dans les projets à prestations définies, telles que les allocations pour veuvage ou pour départ anticipé à la retraite pour des causes médicales. Et en effet, des propositions visant à rétablir l'adhésion obligatoire se font jour.

Evaluation : les arguments pour une adhésion obligatoire sont forts tant au niveau du fonds qu'au niveau national. L'expérience d'adhésion facultative aux plans professionnels a conduit à des résultats indésirables au Royaume-Uni.

L'assurance d'allocation

10

Dans de nombreux pays, et en particulier aux Etats-Unis, il existe une assurance publique des pensions de retraite au cas où il y aurait à la fois une insolvabilité du sponsor et une insuffisance des actifs du fonds. Tout système de ce genre, tel que l'assurance sur les dépôts ou sur les retraites, est confronté à la difficulté du risque moral (Bodie, 1992). Il faut donc des moyens de contrôler le risque, ce qui pourrait passer (Bodie et Merton, 1992) par une surveillance accrue, des restrictions sur l'actif et des primes de garantie basées sur le risque.

Au Royaume-Uni, l'assurance des allocations s'est fait connaître après l'affaire de la fraude Maxwell dans laquelle un milliard de livres d'actifs de retraite a été perdu (Daykin, 1995). Un mécanisme de garantie a été mis en place pour couvrir les pertes de la fraude et des détournements seulement¹⁰, avec des garanties qui ramènent les projets à un niveau de financement de 90 % qui doit être financé mutuellement. La limitation de la fraude devrait minimiser les problèmes de risque moral. Les mécanismes à prestations définies dirigés par des compagnies d'assurance sont couverts par les arrangements de compensation d'assurance (mutuelle), qui couvrent 90 % de l'investissement en cas de banqueroute de la compagnie d'assurance.

Evaluation : l'assurance des allocations peut conduire à des distorsions de marché, comme l'expérience américaine l'a montré. A la lumière de l'affaire Maxwell, l'approche britannique évite le risque moral tout en maintenant une protection aux allocataires.

L'intégration à la sécurité sociale

Ce que l'on appelle les règles d'intégration avec la Sécurité sociale peut être important dans certains pays pour s'assurer que les salariés gagnent une pension suffisante même si les provisions de la Sécurité sociale sont changées. D'un autre côté, l'intégration est essentielle pour s'assurer que l'épargne, anticipée pour la Sécurité sociale via le développement des pensions privées, puisse se constituer.

Reflétant largement l'attention concernant le dernier objectif, c'est-à-dire économiser de l'argent public en s'assurant qu'il n'y a pas de double financement, au Royaume-Uni, les fonds de pension pourraient se substituer aux allocations offertes par la Sécurité sociale mais ne pourraient pas prendre en compte son système à taux unique. Le remplacement du SERPS réduit les coûts futurs de la Sécurité sociale mais la contrepartie est le paiement de remboursements anticipés. Environ la moitié des fonds de pension britanniques et la plupart des mécanismes individuels sont intégrés de cette manière.

Evaluation : Ne pas intégrer les fonds à la Sécurité sociale est la clé pour assurer un faible niveau d'obligations pour la Sécurité sociale au Royaume-Uni. Parmi les pays de l'OCDE, seul le Japon a choisi une approche similaire. Autoriser une telle possibilité rend une réglementation adéquate des fonds de pension encore plus importante.

11

Les rentes

Les sorties en capital sont moins souhaitables que les sorties en rentes car elles peuvent être utilisées à d'autres fins que le financement de la retraite. Elles réduisent la protection des survivants et pourraient exiger un portefeuille d'actifs plus liquide et donc plus coûteux.

Au Royaume-Uni, il y a des exemptions fiscales pour les sorties en capital d'environ 25 % de l'actif alors que le reste doit être mis sous forme de rente. Mais l'achat obligatoire de rente pour les fonds à cotisations définies le jour du départ à la retraite expose le retraité à de considérables risques de marché et de taux d'intérêt. A l'heure où ces lignes sont écrites, les faibles rendements sur les obligations publiques conduisent le taux des rentes à être inférieur de moitié aux niveaux de 1995. De tels risques peuvent être réduits par un achat échelonné de rentes (un délai avant le rachat final est possible jusqu'à l'âge de 75 ans) ou bien par des rentes variables investies en actions (mais peu d'assureurs offrent cette possibilité). Et le fait que l'adhésion à des régimes de retraite soit basée sur le volontariat signifie que les fournisseurs de rentes font face à l'anti-sélection (les individus cherchant à obtenir des rentes sont ceux qui s'attendent à vivre le plus longtemps), ce qui accroît leurs coûts via des facturations d'un montant d'environ 2 à 4 % (bien que des études citent des chiffres plus proches de 10 ou 14 %) ¹¹ par rapport aux

coûts réels des rentes. Ces problèmes ne concernent pas les bénéficiaires des fonds à cotisation fixe pour lesquels la rente est payée en dehors du fonds lui-même, bien que le sponsor supporte un coût implicite.

Blake (2000a) estime que, pour les fonds à cotisations définies, l'allocation du risque n'est pas efficace et serait améliorée par une adhésion obligatoire et par des *survivor bonds* dont les rendements sont basés sur le taux auquel s'épuise la cohorte des retraités vivants quand l'obligation est émise.

Évaluation : la logique des fonds de pension est d'avoir des rentes obligatoires. Alors que cette pratique est immédiate pour les régimes à prestations définies, le faible niveau du rendement des obligations pose des problèmes pour les régimes à cotisations définies, ce qui pourrait conduire à une adaptation de la réglementation. La nécessité d'une provision obligatoire des pensions est en outre soulignée par les difficultés sur le marché des rentes.

L'indexation sur l'inflation

L'indexation sur l'inflation protège les retraités contre les pertes de pouvoir d'achat réel. Mais une indexation obligatoire est généralement considérée à la fois comme coûteuse et risquée pour le sponsor d'un régime à prestations définies puisqu'elle augmente considérablement les allocations définies par le contrat. Conceptuellement, la discrétion dans l'indexation offre une sorte de partage des risques entre l'employeur et l'employé dans un fonds à prestations définies. Ainsi, les responsables politiques dans la plupart des pays ont tenté d'éviter d'adopter des dispositions légales en faveur de l'indexation. Du reste, les données suggèrent que l'indexation après la retraite a été prédominante pour les retraites professionnelles au Royaume-Uni même en l'absence de réglementation.

Néanmoins, l'indexation des retraites est devenue une obligation légale au Royaume-Uni. Cela s'applique à *tous* les fonds de pension professionnels qu'ils soient à cotisation ou à prestations définies. Dans le même temps, pour les retraites personnelles, le choix se pose selon que l'allocataire opte pour une rente normale ou indexée (elles n'ont qu'à indexer la valeur de leur réduction des « droits protégés » issue des cotisations au système de Sécurité sociale). Puisque la plupart des individus sont soumis à l'illusion monétaire, ils tendent à choisir la rente normale, ce qui les expose au risque d'inflation.

Évaluation : l'indexation sur l'inflation est nécessaire pour éviter un élargissement de la pauvreté pour les personnes âgées, en particulier à la lumière du faible niveau de la Sécurité sociale au Royaume-Uni. Par conséquent, elle est certainement appropriée pour les fonds professionnels. Le régime des retraites personnelles semblerait alors insuffisant.

La portabilité

Le principal inconvénient des fonds à prestations définies basées sur le salaire final, à la fois en termes d'équité et d'efficacité économique, est lié à ce que l'on appelle les pertes de portabilité. Les pensions les plus faibles frappent ceux qui changent souvent d'emplois plutôt que ceux qui restent avec le même employeur parce que les allocations s'accumulent plus rapidement vers la fin de la vie active (un phénomène appelé le *backloading*). Blake et Orszag (1997) montrent que, au Royaume-Uni, changer d'emplois plusieurs fois conduit à une perte de retraite de 25 à 30 % par rapport à un individu qui percevrait les mêmes salaires mais qui serait resté dans la même entreprise. Même un seul changement d'emploi peut coûter 16 %. Bien sûr, la contrepartie est la hausse probable du salaire que l'employé reçoit lorsqu'il change d'emploi. De tels problèmes sont d'une importance croissante dans un contexte bien connu de déclin de la durée de la période d'emploi dans les années 1980 et 1990 puisqu'ils impliquent que les départs précoces à la retraite vont devenir de plus en plus communs et que l'employé restant au sein de la même entreprise sera une exception.

L'éligibilité est importante, en soi et pour la portabilité qui en découle puisque les droits accumulés sont essentiels pour qu'une retraite soit portable. En conséquence, les périodes d'investissement ont été réduites à un maximum de 2 ans, ce qui garantit que les allocations ne sont pas confisquées au moment de la retraite. Les salariés à temps partiel doivent être couverts (conformément à une décision de la Cour européenne de justice de 1995).

Les autorités du Royaume-Uni ont également agi pour assurer la portabilité pour les fonds à prestations définies. Les transferts d'argent vers un plan d'une autre compagnie, un plan personnel, une rente ou des droits auprès du service de Sécurité sociale sont autorisés dans les premières années avec une acceptation entière des allocations cumulées. Les crédits de service dans le cas de plans basés sur le salaire final sont indexés jusqu'à 5 % jusqu'au départ à la retraite. Il convient de noter toutefois que même avec une indexation parfaite sur les prix des plans d'allocation cumulée basée sur le salaire final, l'indexation du salaire réel est nécessaire pour s'assurer qu'aucune perte ne va survenir et cela n'est possible que là où il existe des « circuits de transferts » comme c'est le cas des Pays-Bas qui fournissent une transférabilité totale par rapport aux années de service et non par rapport à l'équivalent monétaire. Il existe de tels circuits dans le secteur public mais des difficultés surviennent en dehors de ces circuits sous la forme d'un manque de standardisation dans les méthodes de valorisation actuarielle. Les employeurs ne souhaiteront rejoindre ces circuits que lorsqu'il y aura un flux de changements d'emplois équilibré dans les deux sens. Les projets à l'échelle de l'indus-

trie ou une base de calcul réévaluée aux rémunérations moyennes sur l'ensemble de la carrière sont d'autres solutions.

Les pensions personnelles et à cotisations définies sont transférables entre employeurs. Les détenteurs de retraites personnelles ont également le droit de changer de fournisseur mais les coûts de tels transferts sont très élevés (entre 25 et 30 % de l'actif). Ces coûts sont d'une importance particulièrement grande à la lumière de la grande variance qui existe entre les rendements des différents fournisseurs. Blake (2000b) montre qu'il existe par exemple une différence de 4,1 % au Royaume-Uni pour la croissance des actions entre les quartiles inférieur et supérieur. Prolongée sur quarante ans, une telle tendance conduit à un fonds accumulé 3,2 fois plus élevé pour le premier quartile par rapport au dernier. Le nouveau détenteur d'un plan de retraite va chercher à résoudre ce problème en demandant qu'il n'y ait pas de pénalités en cas de transfert vers un autre fournisseur.

Evaluation : les réglementations britanniques ont résolu dans une large mesure les problèmes de transférabilité au prix d'une réduction de l'attrait pour les sponsors mais sans franchir le pas de la mise en place de circuits de transferts qui auraient entièrement résolu le problème. La question des coûts de transfert entre les fournisseurs de plans personnels n'a été traitée qu'avec retard par l'initiative en faveur des détenteurs.

14

Les problèmes de distribution des allocations

Les régimes à prestations définies qui font reposer le niveau de la retraite sur le salaire final incitent les cadres à s'accorder de fortes augmentations de salaires dans leurs dernières années de vie active, touchant ainsi des allocations au détriment des autres salariés (Riley, 1992). Plus généralement, si les taux de cotisation sont basés sur les augmentations de salaire anticipées pour l'ensemble de la main d'œuvre, le taux de cotisation total devrait décroître pour ceux dont les salaires augmentent plus que la moyenne et inversement pour ceux qui n'ont que de faibles augmentations. Sans compter les transferts directs entre les employés, il peut y avoir des taux de cotisation fortement différents entre les employeurs (Dilnot et alii, 1994).

Etant donné que le coût pour fournir un taux donné d'accumulation d'allocation est en moyenne en augmentation dans un fonds à prestations définies (le *backloading*) au fur et à mesure que les salariés se rapprochent de l'âge de la retraite, il y a aussi de fortes incitations pour l'entreprise à faire partir les employés rapidement en retraite, ce qui pourrait ne pas être efficace d'un point de vue économique. Les entreprises pourraient trouver facile d'utiliser la retraite anticipée comme une méthode indolore pour réduire la main d'œuvre, mais cela pourrait déséquilibrer le fonds de pension, en particulier si les personnes concer-

nées obtiennent plus que ce qui serait juste sur une base actuarielle. Dans ce contexte, les réglementations fiscales actuelles permettent que les retraites personnelles commencent à n'importe quel moment entre 50 et 75 ans.

Une réponse réglementaire à ces questions a été de fixer un plafond au montant des rémunérations sur lesquelles sont basées les cotisations apportées au fonds de pension et les allocations qui en découlent et ainsi de limiter le montant de la pension, ce qui évite des transferts abusifs vers les cadres de direction les mieux payés. Une autre initiative actuelle est d'augmenter l'âge minimum auquel une retraite fiscalement avantageuse peut être perçue de 50 à 55 ans, ce qui réduit l'incitation à licencier les salariés aussi rapidement que possible.

Evaluation : bien que ces décisions aillent dans le bon sens, des mesures encore plus radicales contre les structures basées sur le dernier salaire sont nécessaires pour éliminer l'incitation de renvoyer les salariés âgés. Les Hollandais ont par exemple discuté de la possibilité de rendre obligatoire les pensions à prestations définies basées sur la rémunération moyenne sur l'ensemble de la carrière.

LES ASPECTS STRUCTURELS

Les trustees

15

La base des fonds de pension professionnels réside, au Royaume-Uni, dans la *Trust Law*. Les *trustees* ont le devoir d'administrer l'actif pour les membres, d'agir de manière impartiale, de tenir les comptes, de vérifier que le financement est en place et de rechercher l'avis d'experts lorsque cela s'avère nécessaire (cf. Clark, 2000). En agissant ainsi, ils doivent « agir au mieux dans les intérêts des bénéficiaires ». Un soutien essentiel est fourni par les actuaires qui doivent vérifier le financement tous les trois ans.

On perçoit toutefois bien qu'il existe des difficultés lorsque le *trustee* n'est pas indépendant de l'employeur¹² (Noble, 1992). Dans l'affaire Maxwell, la fraude a été partiellement dissimulée par le *trustee* du fonds et était partiellement constituée d'auto-investissement mené avec l'accord des *trustees* parmi lesquels Maxwell lui-même et deux de ses fils. En d'autres termes, cette affaire a révélé l'inadéquation des dispositions légales pour les trusts.

La loi de 1995 qui a fait suite à cette affaire prévoit des amendes d'un montant maximal de 5000 livres en cas de manquement aux règles de la part des *trustees* et finalement, une incapacité d'exercer. Une autre protection concerne les *trustees* employés : un tiers des *trustees* doit en effet être élu par les employés dans les fonds à prestations définies et dans les fonds à cotisations définies. Une partie des responsabilités des *trustees*

a également été clarifiée. Ils sont obligés notamment de vérifier que les limites d'auto-investissement sont respectées, ils doivent également fixer les règles d'investissement que les gestionnaires du fonds devront suivre et ils doivent nommer les auditeurs et les actuaires et des manquements à ces règles peuvent conduire à des amendes.

Evaluation : le système de *trustee* est lié à la tradition légale anglo-saxonne. Alors qu'elle fonctionne bien au Royaume-Uni, elle pourrait ne pas être appropriée en Europe Continentale. Les fondations ou les compagnies mutuelles d'assurance peuvent être des alternatives.

L'information

Les standards d'informations pour les membres sont naturellement un complément crucial de la réglementation. Pour les plans à prestations définies, les membres doivent être conscients des réglementations en matière d'investissement et de transférabilité mais aussi de l'état du financement afin de connaître avec précision la rémunération totale de son emploi. Les plans personnels et à cotisations définies pourraient requérir plus d'informations encore, étant donné la relation directe entre les retraites et la performance du portefeuille.

Au Royaume-Uni, la réglementation des plans de retraite de 1986 pour les fonds professionnels exige des *trustees* qu'ils publient à la demande les actions du trust et leurs règles et les membres à la retraite doivent être informés des options qui leur sont offerts. Des rapports annuels doivent être fournis gratuitement aux membres de tous les fonds professionnels : ils doivent fournir une information complète sur la structure et les conditions financières du fonds. Tous les trois ans, un rapport plus détaillé encore doit être inclus en insistant sur la viabilité à long terme du projet.

Le cas Maxwell a apporté quelques enseignements. Il convient de noter toutefois que les comptes publiés ne cachaient pas le niveau élevé de l'auto-investissement par les fonds Maxwell. Le problème pour les membres était de comprendre les risques associés à ce comportement et les difficultés à redresser la situation. Le manque de compréhension est illustré par une étude de 1987 sur mille employés travaillant dans 27 entreprises et citée par Blake (1992) qui montre que 80 % de l'échantillon n'avait jamais lu l'information sur la retraite ; 30 % n'avait aucune idée sur le montant de leurs allocations retraites futures et 20 % ne savait même pas combien ils payaient de cotisations.

L'information est un problème essentiel pour les retraites personnelles. Quand elles ont été lancées en 1980, la protection stricte de l'investisseur telle la description du produit, les meilleurs conseils possibles en fonction des conditions de l'individu et lors des périodes de ralentissement conjoncturel, étaient requis. La faiblesse de ces règles est

devenue évidente quand l'organisme de réglementation britannique a découvert en 1993 que dans les cinq années passées, les vendeurs d'assurance avaient conseillé (à mauvais escient) à plus de cinq cent mille personnes de quitter leur plan d'entreprise ou de quitter le régime de Sécurité sociale pour de nombreux autres. Les vendeurs d'assurance, dans la mesure où ils étaient rémunérés par des commissions, n'avaient pas rempli en de très nombreuses occasions leur mission de donner le meilleur conseil (Blake, 1995¹³).

L'autorité des services financiers considère qu'une compensation intégrale est nécessaire pour ceux qui décident de quitter les fonds professionnels et ceux de la Sécurité sociale, ce qui coûterait environ 11 milliards de livres aux compagnies d'assurance. A la suite de ce scandale, de nouvelles règles ont été introduites sur les transferts en dehors des fonds professionnels, en introduisant par exemple une obligation de justifier par écrit pourquoi le départ d'un fonds est le meilleur conseil et en exigeant qu'un tel conseil soit vérifié deux fois à l'intérieur de la compagnie d'assurance. De la même manière, il y a des règles très strictes sur la publication des commissions, qui doivent être déclarées en termes monétaires depuis 1995, et des coûts d'un retrait prématuré du plan. Sans doute, ces nouvelles règles plus strictes (mais aussi la perte de réputation des compagnies d'assurance) permettent d'expliquer le fort déclin des ventes de pensions personnelles. Dans le même temps, la prétendue faiblesse des clients des plans de retraite est celle avec des commissions limitées à 1 % et il ne sera pas économique de fournir des conseils.

Evaluation : le faible niveau de compréhension des individus sur leur plan de retraite signifie que l'information seule ne peut pas suffire. Le Royaume-Uni a conclu que les obligations de meilleur conseil mais aussi des sanctions légales sont nécessaires pour éviter les abus.

Les structures réglementaires

L'efficacité de la réglementation des fonds de pension est influencée par les structures et les procédures réglementaires et leur lien avec la structure organisationnelle. La loi de 1995 sur les retraites a partiellement centralisé la réglementation lorsque l'OPRA a été mise en place pour réglementer les fonds professionnels. L'autorité peut désormais nommer ou même éliminer des *trustees*, fixer des pénalités civiles, liquider des plans, imposer des amendes aux employeurs et aux *trustees* et ordonner des restitutions. Elle a le pouvoir d'exiger des documents de la part des donneurs de conseil, des *trustees*, des sponsors et d'inspecter les contrats. La faiblesse est que l'autorité de réglementation s'appuie sur les sirènes d'alarme tirées par les conseillers professionnels et les membres des plans et n'examine pas systématiquement les déclarations



financières concernant les plans. Un certain nombre d'autres institutions sont également impliquées. Un médiateur apporte réparation aux plaintes individuelles contre les fonds. Les aspects fiscaux de la réglementation sont traités par l'Inland Revenue. Enfin, c'est la FSA qui réglemente les assurances-vie et les gestionnaires des investissements. Une certaine fragmentation est donc encore de mise.

Les principales raisons économiques pour justifier la réglementation des fonds de pension sont une information asymétrique, le pouvoir de marché, le contrôle fiscal, l'équité et l'efficacité mais aussi l'aléa moral et la sélection adverse. Les externalités sont moins importantes que pour les banques. Les types de réglementation diffèrent entre les régimes à cotisations ou à prestations définies. Parmi les causes qui déterminent cette différence, il y a les caractéristiques des systèmes à prestations définies.

Historiquement, les règles adoptées pour les fonds professionnels au Royaume-Uni tendent à fournir un équilibre suffisant entre les coûts pour le sponsor et la protection des bénéficiaires. Certains pourraient néanmoins estimer que les coûts ont trop fortement augmenté ces dernières années en raison des MFR qui sont ressenties comme une charge sur les compagnies avec des fonds à prestations définies ; il en va de même pour l'indexation obligatoire des retraites et l'introduction d'une valorisation des retraites basées sur des valeurs de marché. Des questions marquantes de réglementation pour les fonds professionnels à prestations définies incluent le contrôle sur les transferts internes à l'intérieur des fonds à prestations définies et l'incitation à une retraite anticipée pourrait engendrer des distorsions sur le marché du travail. Aussi, des circuits de transfert, minimisant les pertes pour ceux qui partent à la retraite de manière précoce avec des plans à prestations définies, devraient être plus largement disponibles, peut-être par le biais d'une fixation d'un ensemble de dispositions actuarielles de la part du gouvernement.

Il reste encore des inadéquations dans le régime réglementaire pour les pensions personnelles, comme l'indique le nombre trop important de ventes de ce genre de régimes réalisées à mauvais escient bien que des tentatives soient faites pour améliorer la réglementation de ces ventes. Dans une certaine mesure, les détenteurs ont besoin de compréhension et d'éducation et pas seulement d'information. Un problème qui n'a pas encore été abordé par la réglementation est le niveau inadéquat des cotisations pour de tels plans qui menace la sécurité des revenus de retraite pour les personnes concernées. Une fois encore, les commissions sur les plans personnels sont très élevées et les efforts de réglementation qui visent à les faire diminuer n'ont été entrepris que récemment.

ANNEXE N°1
Tableau récapitulatif

Question	Réglementation	Type de fonds concept économique	Principal
Est-ce que les portefeuilles sont suffisamment diversifiés ?	Distribution des portefeuilles	Les deux	Monopole et asymétrie d'informations
Y a-t-il des fonds suffisants pour payer les retraites promises ?	Financement	Prestations définies	Monopole et asymétrie d'informations
Qui devrait bénéficier des actifs accumulés au-delà de ce qui est nécessaire pour payer les pensions ?	Excédents	Prestations définies	Fiscalité et équité
Est-ce que les cotisations actuellement prélevées sont suffisantes pour payer une pension raisonnable ?	Cotisations et commissions	Prestations définies	Monopole/Fiscalité
Est-ce que les individus et les entreprises devraient être obligés d'avoir des mécanismes privés de retraite ?	Adhésion	Les deux	Fiscalité/aléa moral
Les pensions devraient-elles être indexées sur l'inflation ?	Indexation	Les deux	Monopole
Est-ce que les retraites privées doivent venir en plus ou à la place des retraites de la Sécurité sociale ?	Intégration	Les deux	Fiscalité
Les individus devraient-ils être obligés de prendre des rentes ou les sommes forfaitaires sont-elles acceptables ?	Rentes	En grande partie pour les plans à cotisations définies	Sélection adverse
Est-ce que les allocations doivent être assurées ?	Assurance	En grande partie pour les plans à prestations définies	Monopole/Asymétries d'informations
Est-ce que les pertes peuvent être évitées en cas de changement d'emploi ?	Transférabilité	En grande partie pour les plans à prestations définies	Monopole/Efficacité économique
La distribution des coûts et des bénéfices des mécanismes de retraite est-elle juste ?	Bénéfices	En grande partie pour les plans à prestations définies	Monopole/équité/efficacité
Comment peut-on organiser la supervision de l'investissement et la représentation des membres ?	<i>Trustees</i>	Les deux	Asymétries d'informations/monopoles
De quelle information ont besoin les membres pour juger de la santé de leur fonds ?	Information	En grande partie pour les plans à cotisations définies	Asymétries d'informations
Quelle est la meilleure manière d'organiser ces différentes tâches réglementaires ?	Structures réglementaires	Les deux	Efficacité économique

BIBLIOGRAPHIE

- ALTMAN N. (1992), « Government regulation; enhancing the equity, adequacy and security of pension benefits », in « Private pensions and public policy », *Organisation for Economic Co-operation and Development*, Paris.
- BERNHEIM B.D. and SCHOLZ J. K. (1992), « Private saving and public policy », *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 4213.
- BLAKE D. (1992), « Issues in pension funding », *Routledge*, London.
- BLAKE D. (1995), « Pension funds and pension schemes in the United Kingdom », *Oxford University Press*.
- BLAKE D. and ORSZAG J.M. (1997), « Portability and presentation of pension rights in the UK », *Report of the Director-General's Inquiry into Pensions*, Volume 3, Office of Fair Trading, London.
- BLAKE D. (2000a) « Two decades of pension reform in the UK - what are the implications for occupational pension schemes ? », *Discussion Paper PI-2004*, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.
- BLAKE D. (2000b), « Does it matter what pension scheme you have ? », *Economic Journal*, 110, F45-F81.
- BODIE Z. (1991), « Shortfall risk and pension fund asset management », *Financial Analysts Journal*, May/June 1991.
- BODIE Z. (1992), « Federal pension insurance: is it the S and L crisis of the 1990s ? », *paper presented at the Industrial Relations Research Meeting*, New Orleans, January 1992.
- BODIE Z. and MERTON R.C. (1992), « Pension benefit guarantees in the United States; a functional analysis », in ed. R. Schmitt « The future of pensions in the United States », University of Pennsylvania Press.
- BODIE Z. and DAVIS E.P. (eds) (2000), « The Foundations of Pension Finance », Edward Elgar.
- BOOTH P.M. and YAKOUBOV Y., (2000), Investment Policy for Defined Contribution Pension Schemes Close to Retirement: an Analysis of the « Lifestyle » *Concept*, *North American Actuarial Journal*, Volume 4, No. 2.
- CLARK G.L. (1999), « Pension fund capitalism », *Oxford University Press*.
- Commission Européenne (2000), « Study on pension schemes of the member states of the European Union », Document MARKET/2005/99-EN Rev2 , *Internal Market Directorate General*, EC, Brussels.
- DAVIS E.P. (1995), « Pension funds, retirement-income security and capital markets, an international perspective », *Oxford University Press*.
- DAVIS E.P. (1997), « Repartition, capitalisation et securite des regimes de retraite », *Economie Internationale*, 72, 91-105.
- DAVIS E.P. (1998), « Investment of mandatory funded pension schemes », *Discussion Paper* No. PI-9908, the Pensions Institute, Birkbeck College, London and in eds J. TURNER and D. LATULIPPE « Funding of Social Security Pensions », *International Labour Office*.
- DAVIS E.P. and STEIL B. (2001), « Institutional investment » (with I Domowitz), forthcoming, MIT Press, Cambridge, Mass.
- DAYKIN C. (1995), « Occupational pension provision in the United Kingdom », in eds Z. Bodie, O.S. MITCHELL and J. TURNER, « Securing employer-based pensions, an international perspective », *University of Pennsylvania Press*.
- DILNOT A., DISNEY R., JOHNSON P. and WHITEHOUSE E. (1994), « Pensions policy in the UK, an economic analysis », *Institute for Fiscal Studies*, London.
- FRJINS J. and PETERSEN C. (1992), « Financing, administration and portfolio management; how secure is the pension promise ? », in « Private pensions and public policy », *Organisation for Economic Co-operation and Development*, Paris.
- KELLY A. (1995), « UK Pensions Bill and Implications for Occupational Pension Schemes », *Journal of Pensions Management*, 1, 73-79.
- NOBLE R. (1992), « Reform of occupational pension funds », *lecture to the LSE Financial Markets Group Regulation Seminar*.
- RILEY B. (1992), « Who gets what in pensions », *Financial Times*, 5/92.
- WM (2000), « 1999 UK Pension Fund Industry Results », *The WM Company*.

NOTES

1. Cf. Davis et Steil (2001).
2. On peut trouver une comparaison internationale plus large de la réglementation des fonds de pension dans l'article de Davis (1995), les avantages du recours aux fonds sont exposés par Davis (1997) et les problèmes économiques dans la finance des retraites sont couverts par Bodie et Davis (2000).
3. Déclaration faite dans le contexte du jugement Megany de 1984 qui a suivi un débat entre les syndicats miniers et les employeurs sur la stratégie du fonds de pension.
4. Une règle de *prudent man*, telle qu'elle est imposée aux Etats-Unis, exige que les gestionnaires des fonds de pension investissent comme le ferait un homme prudent agissant dans son propre intérêt, en particulier par une diversification appropriée. Bien que le devoir de prudence ne soit pas explicite, le *Pensions Act* de 1995 donne aux *trustees* le pouvoir d'investir comme s'ils étaient parfaitement aptes de gérer les actifs du fonds et il exige de leur part qu'ils prennent en considération le besoin de diversification des investissements, la convenance des investissements mais aussi le besoin de demander les conseils appropriés.
5. Booth et Yakoubov (2000) émettent des doutes sur le besoin de tel « investissement de style de vie ».
6. L'ABO n'a pas besoin d'exclure un élément d'indexation de certaines allocations accumulées (telles celles de ceux qui quittent le fonds de manière prématurée) si cela est garanti par la loi comme c'est le cas au Royaume-Uni.
7. L'ABO n'a pas besoin d'être le niveau qui garantit la solvabilité dans le cas d'une liquidation comme elle doit aussi refléter le coût de l'achat des rentes différées.
8. La facilité avec laquelle les fonds britanniques dans les secteurs industriels en déclin tels que les mines ou les chemins de fer ont fait face aux changements brutaux de l'équilibre entre le nombre des salariés et le nombre des retraités est un bon exemple des avantages de l'utilisation du ratio PBO/IBO à la place de l'ABO. Plus généralement, la prise en compte des obligations futures au lieu de se concentrer uniquement sur le passif courant est susceptible de permettre des niveaux plus lisses de cotisations quand la maturité du fonds progresse, ce qui peut être préférable pour la stabilité financière du sponsor. Historiquement, l'utilisation du rendement qui s'oppose à une base de valeurs de marché n'est pas entrée en conflit avec le besoin de couvrir les obligations si le fonds était liquidé puisque l'ABO a eu tendance à dépasser l'ABO de telle sorte que les fonds avaient un actif important en cas de banqueroute. Mais l'indexation obligatoire (discutée plus bas), ainsi que la maturité croissante, a accru l'ABO et a signifié que le système précédent n'était plus viable.
9. Egales au dégrèvement des cotisations auprès de la Sécurité sociale payable lorsque les individus choisissent de ne pas adopter les rémunérations procurées par la Sécurité sociale. Le pourcentage réellement appliqué dépend de l'âge.
10. Cette disposition s'applique là « où il y a des motifs raisonnables de croire que la réduction de l'actif était attribuable à une action ou une omission constituant une faute avérée ».
11. On pourrait ajouter que les compagnies d'assurance ont eu tendance à sous-estimer le taux de croissance de l'espérance de vie de la population dans leur ensemble, ce qui les a exposées à des coûts supplémentaires.
12. L'employeur a en effet un intérêt au bénéfice du trust parce que les fonds ont besoin d'atteindre l'équilibre des coûts, ce qui les rends dépendants de la façon dont les actifs sont investis.
13. Blake (1995) mentionne le cas d'un ouvrier des mines qui a pris un plan personnel de retraite en 1989 et qui est effectivement parti à la retraite en 1994 à l'âge de 60 ans. Il recevait une pension annuelle de 734 livres et avait reçu une somme forfaitaire de 2576 livres. S'il était resté dans le fonds de pension des mines, sa pension se serait montée à 1791 livres par an et une somme forfaitaire de 5125 livres.

