

LES FONDS DE PENSION AUX ETATS-UNIS

MICHEL LAFFITTE *

ATTACHE FINANCIER A NEW YORK

Avec plus de 3 000 milliards de dollars d'actifs, les fonds de pension sont aujourd'hui les principaux investisseurs sur les marchés financiers américains, devant les compagnies d'assurance et les fonds mutuels. Leur remarquable développement au cours des cinquante dernières années est pour une large part le résultat de l'évolution démographique aux Etats-Unis, de l'augmentation de la population active et donc des cotisants à des régimes de retraite, mais également la conséquence d'une philosophie non-interventionniste de l'Etat qui laisse aux acteurs du système économique — employeurs et salariés des secteurs public et privé — le soin de choisir la nature et le niveau des prestations sociales dont l'individu bénéficie. Ceci explique qu'aux Etats-Unis, la retraite soit considérée comme un élément de la rémunération du salarié et ne constitue pas un élément distinct de son salaire. L'idée générale est de différer une partie de la rémunération actuelle en vue d'un versement ultérieur de prestations, permettant ainsi le développement de régimes de retraite par capitalisation.

249

Toutefois, l'opposition parfois faite entre les systèmes de retraite français et américain, archétypes des régimes de répartition et de capitalisation, n'est que partiellement justifiée : de fait, la principale source de revenu des retraités aux Etats-Unis provient de la Sécurité sociale, qui contrairement à la France n'assure que des prestations de retraite, et qui fonctionne par répartition. Comme dans notre pays, le financement des retraites suscite d'intenses débats aux Etats-Unis, ravivés par des difficultés rencontrées par certains fonds de pension d'entreprises largement sous-financés. De même, les enjeux politiques et sociaux liés au contrôle des actifs des fonds de pension privés ou publics ont crû en proportion de l'importance prise par ces investisseurs dans le financement de l'économie américaine.

La présente étude aborde le système des fonds de pension aux Etats-Unis sous trois aspects :

— sous l'angle réglementaire tout d'abord, en identifiant les grands types de fonds de pension et leurs règles de fonctionnement ;

* Etude réalisée sur la base de travaux de Jacques Nikonoff de la Caisse des Dépôts et Consignations

- suivant une approche financière, par une description de leurs modes de financement et des méthodes de gestion qu'ils utilisent ;
- dans une optique politique et sociale enfin, par une réflexion sur les principaux problèmes et enjeux auxquels sont aujourd'hui confrontés les fonds de pension américains.

I. Un système d'une rare complexité

La coexistence de régimes de retraite par répartition et par capitalisation, la nature même des promoteurs des fonds de pension — entreprises privées, syndicats, administrations publiques fédérales ou locales — et l'importance prise au cours des dernières années par l'épargne individuelle font du fonctionnement des retraites aux Etats-Unis un système d'une rare complexité : selon un juge fédéral cité par un représentant du US Department of Labor, le « Social Security Act (la loi qui a institué le système de sécurité sociale) et l'Employee Retirement Income Security Act (ERISA, loi de 1974 qui a réglementé les fonds de pension des entreprises) sont pratiquement incompréhensibles pour les non-initiés ».

La réglementation américaine établit en fait des standards minimum que doivent respecter les fonds de pension publics et privés. Elle est, d'une manière générale, très favorable aux promoteurs de ces fonds, particulièrement dans le domaine de leur contrôle et leur liquidation.

1. Une grande liberté pour les promoteurs des fonds de pension

Après avoir plafonné pendant 25 ans à environ 48 % de la population active, le nombre de salariés couverts par les fonds de pension est en régression : 43 % en 1990. De ce point de vue, la loi ERISA, qui a contribué à protéger les salariés déjà présents dans les fonds de pension privés, n'est pas parvenue à enrayer le déclin du nombre de leurs participants, alors que dans le même temps, les fonds de pension publics voyaient croître le nombre de leurs cotisants, du fait des recrutements intervenus au cours des dernières années dans les administrations des Etats et des municipalités.

Les régimes juridiques des fonds de pension privés et publics (auxquels peuvent être assimilés dans une certaine mesure les fonds gérés par les syndicats) sont notablement différents : les premiers relèvent de la réglementation ERISA, qui a défini le cadre général de fonctionnement des fonds de pension d'entreprises sur l'ensemble du territoire américain ; les seconds sont régis, d'une part par la législation fédérale déjà ancienne relative aux fonds de fiducie, d'autre part par des réglementations locales mises en œuvre au niveau de chacun des Etats, ce qui explique la disparité de leurs statuts. Au-delà cependant des différences de règles juridiques, fonds de pension privés et publics procèdent dans leur conception des mêmes

principes : on se limitera ici à une présentation générale des fonds d'entreprise, et des points sur lesquels le régime des fonds publics en diffère.

a) Un large éventail de choix pour les entreprises

L'âge du départ en retraite, ouvrant droit aux prestations servies par les fonds de pension privés, n'est pas défini par la loi : il oscille en fait entre 60 et 65 ans.

Trois possibilités sont ouvertes aux entreprises pour offrir une retraite à leurs employés :

— ne pas créer de fonds de pension, en laissant au salarié le soin de choisir lui-même son instrument d'épargne (fond mutuel, assurance-vie, compte individuel de retraite — *cf. infra*) ;

— créer un fonds « non qualifié », réservé à certaines catégories de personnels (en général, les cadres). Elle ne bénéficie dans ce cas d'aucun des avantages fiscaux réservés aux fonds à vocation plus large. *A contrario*, les contraintes réglementaires qui s'imposent à elles sont très faibles. Ce marché est largement dominé par les compagnies d'assurance offrant des systèmes de rente partiellement défiscalisés ;

— créer un fonds « qualifié », ce qui est le cas le plus commun. L'objectif est d'ailleurs pour l'entreprise tout autant d'assurer une retraite à ses salariés que d'en contrôler le taux de rotation ou de bénéficier d'avantages fiscaux, notamment de la déductibilité fiscale des versements de l'employeur au fonds de pension. Ces avantages ne sont accordés qu'à de strictes conditions : mise en place d'un règlement du fonds communiqué à l'ensemble des participants ; utilisation exclusive du fonds en vue de la retraite, conditions minimales de prestations et de financement, non discrimination des salariés participant au fonds (70 % des salariés doivent être éligibles, 80 % des éligibles doivent être couverts), explication des principes actuaires utilisés... Sur ces bases, l'entreprise peut alors choisir entre deux formules ;

— un plan à prestations définies (« defined benefits » ou DB), qui prévoit le versement d'une pension mensuelle d'un montant précis, fonction de l'ancienneté dans l'entreprise et calculé, soit par rapport au salaire d'activité, soit sur la base d'un montant fixe en dollars par année d'ancienneté. Les DB sont intégralement financés par les entreprises ;

— un plan à contributions définies (« defined contributions » ou DC), qui prévoit l'ouverture d'un compte individuel par participant, alimenté par des contributions de l'employeur et du salarié.

L'entreprise peut créer un fonds qualifié, soit seule, soit en collaboration avec d'autres entreprises et une organisation syndicale (fonds « multi-employeurs », exclusivement à prestations définies). Elle peut panacher les formules de DB et DC, voire « intégrer » son fonds à la sécurité sociale (en bénéficiant d'avantages fiscaux).

- Certaines règles sont communes aux DB et DC. Il s'agit en particulier :
- de la limitation des cotisations des employeurs et des employés au fonds à 25 % du salaire annuel, avec un plafond de 30 000 \$, et de la retraite versée à 108 963 \$ par an (1991) ;
 - l'obligation de ségrégation des actifs du fonds de pension de ceux de l'entreprise, par l'intermédiaire d'une fiducie généralement dirigée par un cadre de la société. Cet administrateur assure la gestion du fonds ; il a une obligation d'information des salariés et doit, au titre de ses responsabilités fiduciaires, n'agir que dans l'intérêt des participants, diversifier « suffisamment » ses investissements, opérer en conformité avec le règlement du plan et, enfin, se comporter dans sa gestion en « homme prudent » ;
 - du choix offert aux salariés, au moment de la liquidation de leurs droits, entre une rente et un versement en capital ;
 - de la possibilité pour un salarié d'obtenir un prêt sur les actifs déposés sur un compte individuel (pour les DC), à hauteur en général de 50 % de leur montant ;
 - des règles d'éligibilité (plus de 21 ans, 2 ans d'ancienneté), d'acquisition des droits pleins (entre 3 et 5 ans), des conditions de réversion au conjoint ou des possibilités de recours.

Les fonds à prestations définies, alimentés par des versements trimestriels des employeurs, sont en outre tenus de maintenir un « ratio de financement » (montant de l'actif à sa valeur de marché divisé par le montant du passif actuariel) de 100 %. Le caractère peu précis des normes actuarielles ouvrent parfois la voie à des manipulations par les gestionnaires de ces fonds des ratios de financement, comme on le verra plus loin.

b) Une gamme plus limitée pour les fonds publics

Contrairement aux fonds de pension privés, les fonds publics relèvent pour l'essentiel du régime des « defined-benefits ». De fait, les fonds publics à contributions déterminées, bien qu'autorisés depuis longtemps par la législation américaine — les plans 403(b) pour les employés des hôpitaux et des universités datent de 1962, et les plans 457 pour les salariés des municipalités et des Etats de 1978 — n'ont que peu été utilisés par leurs promoteurs potentiels. Le fort taux de syndicalisation de la fonction publique locale explique en partie cette attitude réticente des employeurs ne voulant pas apparaître comme désireux de se décharger de leurs obligations au titre de fonds à prestations définies qu'ils financent pratiquement intégralement. En outre, pour de nombreux Etats et municipalités, un régime de retraite pour leurs employés plus favorable que celui des entreprises en termes de prestations servies permet dans une certaine mesure de compenser les différences importantes de salaire entre secteurs public et privé.

Dans cette niche relativement étroite des fonds publics à contributions définies, un fonds de pension a toutefois réussi à occuper une position dominante sur le marché : il s'agit de TIAA-CREF, né du groupement de la Teachers Insurance & Annuity Association et du College Retirement Equities Fund, qui couvre les enseignants américains : avec 100 milliards de dollars d'actifs, ce fonds occupe la première place au palmarès des fonds de pension américains. N'ayant pas de promoteur bien identifié, mais uniquement des master trustees (Citibank et Morgan Guaranty pour TIAA, Bankers Trust et Morgan Guaranty pour CREF), ce fonds particulier relève d'une catégorie intermédiaire entre fonds publics et privés.

2. Des règles de contrôle et de liquidation à l'avantage des promoteurs

Même si la réglementation ERISA a constitué un progrès réel dans le domaine de la supervision des fonds de pension, beaucoup reste à faire pour assurer un contrôle efficace des quelque 900 000 fonds qualifiés américains. Trois administrations sont chargées de cette mission :

— la Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC), qui garantit, dans une certaine limite, le versement de leur retraite aux salariés membres des fonds \$ privés à des prestations définies lors de la liquidation de leurs droits, en contrepartie d'une prime annuelle de 19 \$ par participant, pouvant atteindre 72 \$ pour les plans insuffisamment financés. La PBGC assure 85 000 fonds de pension, couvrant 32 millions de salariés ;

— le Department of Labor (DOL), destinataire de tous les documents publiés par les fonds de pension, qui est chargé du contrôle sur pièces et sur place. Il n'est en mesure de n'inspecter annuellement que 1 % des fonds de pension ;

— l'Internal Revenue Service (IRS), qui accorde le label « qualifié » pour les fonds de pension privés et vérifie les règles d'éligibilité aux fonds de pension publics pour l'octroi des avantages fiscaux. De fait, dans le contrôle des fonds de pension, l'IRS est le plus souvent le maître du jeu, en ayant la possibilité de refuser à un employeur la déductibilité fiscale de ses versements à un fonds de pension si celui-ci ne respecte pas les critères généraux de fonctionnement, souvent très complexes, définis par la réglementation ERISA et le Tax Reform Act de 1986. Critiqué pour son inefficacité, l'IRS a récemment entrepris un programme de contrôle renforcé des fonds de pension insuffisamment financés, auxquels il peut appliquer des pénalités, et des fonds de petite taille (cinq participants ou moins) : assez régulièrement en effet, ces fonds sont structurés plus pour bénéficier des avantages fiscaux que pour offrir une retraite véritable à leurs cotisants. Dans le cadre de l'ARP (Actuarial Resolutions Program),

l'IRS, par l'inspection de 12 000 fonds de pension, estime pouvoir procéder à des redressements fiscaux pour un montant global de 700 M\$.

Les entreprises disposent par ailleurs d'importantes facilités de liquidation de leurs fonds de pension, qui se traduisent le plus souvent par d'importantes pertes de revenus pour les retraités (45 % en moyenne, selon les statistiques du Department of Labor). Ces liquidations interviennent pour des motifs divers :

— en cas de fusion, acquisition ou fermeture d'entreprise : si le fonds de pension a un ratio de financement de 100 %, l'entreprise achète une « annuité » à une compagnie d'assurance qui se substitue à la société pour le versement des retraites. La réglementation ERISA est extrêmement stricte quant à la qualité des « annuités » offertes et à la solidité du bilan de la compagnie d'assurance qui se substitue à l'entreprise :

— en cas d'insuffisance grave d'actifs, la PBGC se substitue à l'entreprise en apportant les actifs complémentaires, dans la limite d'une prestation mensuelle de 2 352 \$ par mois et par bénéficiaire. La PBGC se retourne alors contre l'entreprise (et l'ensemble de ses filiales à plus de 80 %) pour faire valoir sa créance, qui a un rang prioritaire lors d'une éventuelle liquidation. Au cours des dernières années, devant la multiplication des faillites d'entreprises (notamment LTV, Continental Airlines, TWA, Pan Am), la PBGC est devenue un acteur essentiel dans l'élaboration et la mise en œuvre de leurs plans de redressement ;

— en cas d'excès d'actifs, un fonds de pension peut être liquidé à l'occasion de la fusion-acquisition de l'entreprise (le cas échéant pour financer cette acquisition), à titre de défense contre un agresseur extérieur (pour financer cette défense) ou en vue d'une renégociation du contrat de travail des salariés ou du règlement du fonds.

II — Une grande liberté de financement des fonds de pension

L'évolution démographique américaine, la crise économique, le changement de mentalités des employeurs et des employés ont conduit à mettre l'accent au cours des dernières années sur la prise en charge par l'individu du financement de sa retraite. De fait, le pendant de la diversité des régimes juridiques des fonds de pension, et des systèmes de retraite plus généralement, est la multiplication récente des produits financiers proposés aux salariés en vue de leur départ de la vie active. Le futur retraité, toutefois, doit pouvoir compter avec certitude sur le versement de ses prestations : ceci explique que la législation américaine se soit penchée en détail sur les modes de gestion financière des fonds de pension.

1. Une évolution progressive vers le financement individuel des retraites

Il existe quatre modes principaux de financement de la retraite aux États-Unis : la Sécurité Sociale, les régimes financés exclusivement par les employeurs, les régimes à financement mixte, et les plans financés individuellement.

a) La Sécurité Sociale : une source essentielle de revenus pour les retraités. Contrairement à la France, la Sécurité Sociale n'intervient que pour le financement des retraites. Alors que son objet officiel est d'être un complément de retraite aux fonds de pension, elle assure paradoxalement une part importante des revenus des retraités (38 % de leurs revenus). Environ 90 % des salariés sont couverts.

La Sécurité Sociale est financée à parité par les employeurs et les salariés (7,65 % chacun du salaire brut sous un plafond de 51 300 \$). Aujourd'hui financièrement équilibrée (par un report de l'âge de versement des prestations et une diminution de leur montant), son actif, investi uniquement en titres du Trésor, est lié de manière inextricable au budget fédéral, qui lui verse des subventions et lui emprunte régulièrement des fonds. La Sécurité Sociale verse en moyenne une prestation mensuelle de 575 \$ (1990) aux retraités. Le taux de remplacement du salaire moyen (30 000 \$) est aujourd'hui de 27 % pour une retraite à 62 ans et de 34 % à 65 ans.

255

b) Le déclin des régimes exclusivement financés par les employeurs. Les fonds à prestations définies sont presque exclusivement (88 % des cas) financés par les employeurs. Ils connaissent depuis plusieurs années une diminution de leurs actifs, du fait de l'arrivée à l'âge de la retraite d'une part croissante de leurs participants (pour la sixième année consécutive, en 1991, les fonds DB ont versé plus de prestations qu'ils n'ont reçu de contributions). Par ailleurs, la situation est particulièrement précaire pour les salariés des petites entreprises (moins de 100 employés), qui ne sont que 16 % à offrir un fonds de pension « qualifié » (contre 69 % pour les plus grandes).

Aux causes « naturelles » de déclin des actifs des plans DB s'ajoutent des raisons liées à la diminution de leur intérêt pour les entreprises. Dans ce type de plan, en effet, qui prévoit le versement d'une prestation mensuelle d'un montant précis et prédéfini, garanti (en partie) par la PBGC, le financement est pratiquement intégralement assuré par l'employeur, qui porte les risques financiers du fonds de pension. En outre, la législation des fonds DB est plus rigide que celle des formules alternatives comme les DC, et leur coût de gestion plus élevé¹. Le montant mensuel moyen des

¹ Les coûts de gestion administrative par individu des fonds de pension DB varient entre 55 \$ (pour une entreprise de 10 000 salariés) et 250 \$ pour une PME employant 75 personnes). Pour les fonds DC, ces coûts sont respectivement de 40 et 145 \$ (source : Pension & Benefit Fact Book).

prestations des fonds DB atteignait en 1990 509 \$ dans le secteur privé et 678 \$ pour les plans publics.

c) Le développement des régimes à financement mixte

Le désengagement progressif des entreprises du financement de la retraite de leurs employés a provoqué la multiplication, sous la rubrique générique des plans à « contributions définies », de produits financiers qui, sous des formes très diverses, ont pour objectif général de transférer le risque financier du fonds de pension — et la charge des cotisations — de l'employeur (entreprise privée ou administration) vers l'employé.

La plupart des fonds de pension à contributions définies relèvent du régime de la règle 401(k) de l'Internal Revenue Code (IRC), établie par l'Internal Revenue Act de 1978, qui prévoit la déductibilité fiscale des versements faits par l'employé sur son compte individuel ouvert dans les livres du fonds de pension, dès lors qu'ils résultent d'un accord de réduction volontaire du salaire ou d'une renonciation à des primes ou à des augmentations futures. L'employeur peut également apporter sa contribution au compte individuel, à hauteur des versements du salarié et dans la limite de 8 000 \$ par an. Pour les entreprises les plus petites (moins de 100 salariés), un régime simplifié, proche du 401 (k) mais ne requérant pas une question administrative aussi lourde, a également été prévu (Simplified Employee Pensions). Les plans 401(k) peuvent prendre des formes très diverses, en fonction des orientations que souhaite privilégier l'entreprise dans le respect des règles générales de non-discrimination de l'IRC et des possibilités d'hybridation avec les plans à prestations définies : « cash-balance plans » pour les entreprises souhaitant faire bénéficier rapidement de leurs droits leurs jeunes salariés ; « age-weighted profit sharing plans » si l'accent est mis sur les employés les plus anciens ; « target benefit plans » prévoyant un objectif de remplacement du salaire pour la retraite (sans engagement de l'entreprise toutefois comme dans les DB) ; « floor-offset plans » lorsque l'entreprise a un DB et un DC et que l'un ou l'autre plan est activé en fonction d'un plancher de prestations. 34 000 fonds de pension 401(k) existent aux États-Unis (hors SEPs), couvrant 11 millions d'employés.

Les Employee Stock Ownership Plans (ESOP) constituent le second segment le plus actif des fonds de pension à contributions définies : ils permettent à l'employeur d'apporter sa contribution au financement de la retraite de ses employés sous forme d'actions de l'entreprise, avec un engagement de rachat à terme. Ces plans, créés par la réglementation ERISA, sont aujourd'hui au nombre de 11 000 et couvrent environ 12 millions de salariés.

d) La croissance très rapide des plans à financement individuel
Il s'agit essentiellement des Individual Retirement Accounts (IRAs) et des plans Keoghs :

— les IRAs, créés en 1974, sont des régimes de retraite individuels qui peuvent s'ajouter, le cas échéant, aux plans existants. Les versements sur ces comptes sont plafonnés à 2 000 \$ par an, et sont fiscalement déductibles en fonction du revenu du salarié. Ils peuvent servir de réceptacle pour les actifs d'un compte individuel de type DC lors d'un changement d'entreprise (« roll over »). Leurs actifs, en augmentation continue, dépassaient 600 Mds\$ en 1991 ;

— les Keoghs sont des IRAs spécifiques aux professions libérales, artisans et commerçants, dont les plafonds de versement sont plus élevés (jusqu'à 20 % du revenu net annuel). Leurs actifs ne dépassaient pas 15 Mds\$ en 1991.

La dépense fiscale annuelle entraînée par la non-imposition des versements aux IRAs et aux Keoghs, après avoir dépassé 24 Mds\$, s'établit aujourd'hui à environ 13 Mds\$, du fait des restrictions à la déductibilité des versements apportées par le Tax Reform Act de 1986.

2. *Gestion centralisée ou gestion individuelle : des différences marquées*

La ligne de partage essentielle dans les modes des fonds de pension, privés ou publics, passe entre les fonds à prestations définies et ceux à contributions définies : dans le premier cas, le « trustee » est responsable de la gestion des actifs qui lui sont confiés ; dans le second, cette tâche revient pour l'essentiel aux employés eux-mêmes.

a) Les fonds contrôlés par un « trustee » : une gestion très sophistiquée
L'essentiel des dispositions applicables à la gestion des fonds de pension privés à prestations définies relève de la réglementation ERISA, qui repose sur deux principes essentiels : la nécessité d'une diversification adéquate des actifs gérés (en évitant par exemple les fonds uniquement investis en obligations ou en actions, ou concentrés sur un nombre très limité des sociétés) et l'obligation de mener une politique d'investissement dans l'intérêt exclusif des participants du fonds. Une conséquence importante de cette dernière disposition est de limiter très strictement les possibilités d'investissement d'un fonds de pension dans les titres de l'entreprise qui le parraine.

Au-delà de ces deux principes de base, la loi ERISA précise simplement que les actifs du fonds doivent être gérés avec une prudence raisonnable, en connaissance de cause et par référence aux modes de gestion des autres fonds de pension. Cette dernière disposition, dont le caractère est peu contraignant, laisse en fait une grande latitude aux « trustees » et gestionnaires de fonds, dans la mesure où le portefeuille est suffisamment diversifié et

que le choix d'un investissement a été fait « avec intelligence ». En particulier, il n'existe pas de restriction aux types d'actifs dans lesquels les fonds de pension d'entreprises peuvent investir.

La réglementation ERISA, de ce point de vue, a marqué un progrès considérable par rapport aux dispositions existant antérieurement pour les fonds de fiducie, et qui subsistent encore dans certains secteurs comme celui de l'assurance, où suivant les Etats, certains investissements des compagnies sont autorisés ou interdits. La loi ERISA, d'origine fédérale et couvrant les fonds de pension des entreprises privées, s'est substituée à un ensemble disparate de textes émanant de chacun des Etats de l'Union. Un problème proche de celui des compagnies d'assurance se pose pour les fonds de pension publics, qui couvrent les agents des Etats ou des municipalités, globalement ou pour certains corps de fonctionnaires : chacun de ces plans est différent, et régi par une réglementation spécifique. Ces fonds publics, contrairement aux fonds d'entreprises, sont parfois limités dans la palette d'instruments qu'ils peuvent utiliser ; à l'inverse, ils peuvent investir un montant significatif de leurs actifs pour des projets particuliers, ou dans la zone géographique de leur compétence, en acceptant le cas échéant un retour sur investissement inférieur à celui d'un portefeuille plus diversifié : ceci est interdit aux entreprises privées par la loi ERISA.

258

Il ne faut toutefois pas surestimer les différences de gestion existant entre les fonds de pension d'entreprises et les fonds publics. Progressivement, en effet, les restrictions imposées à l'origine aux investissements des fonds publics sont levées, notamment pour permettre leur diversification dans des valeurs étrangères.

La plupart des fonds de pension à gestion centralisée présente une structure pyramidale : à leur tête, on trouve généralement un cadre de l'entreprise qui parraine le fonds (ou pour les fonds publics, le « contrôleur financier » de l'Etat ou de la municipalité), chargé de mettre en œuvre les orientations stratégiques du fonds de pension définies par un comité *ad hoc*, le Board of Trustees. Le Board se prononce sur les problèmes touchant au financement général du fonds de pension et à sa politique d'investissement. Le responsable du fonds, sur la base des décisions du Board, définit une distribution jugée optimale des actifs, par grandes catégories d'investissement, la distribution effective variant en fonction des opportunités et de l'état général des marchés. Peu de fonds de pension gèrent en interne leurs portefeuilles, préférant confier à des gestionnaires extérieurs l'essentiel de leurs fonds (banques d'investissement, conseillers en investissement, compagnies d'assurance). Ces gestionnaires, implantés aux Etats-Unis ou à l'étranger, sont sélectionnés et contrôlés très régulièrement : performances au cours des dernières années, retour sur investissement,

entretiens périodiques permettant de mieux connaître le gestionnaire, ses employés, les procédures de décision qu'il utilise, sa stratégie, ses clients.

La composition des actifs des plus grands fonds de pension à gestion centralisée fait apparaître une part dominante des investissements en actions, qui représentaient en 1991 près de 46 % de la valeur des portefeuilles, dont 5 % pour les titres non domestiques. Les valeurs obligataires, dominantes jusque dans les années soixante-dix, ont vu leur part décroître significativement au moment où l'inflation s'accélérait, pour n'atteindre que 36 % aujourd'hui. Fonds de pension privés et publics (auxquels on peut assimiler sous cet aspect les fonds de pension gérés par les syndicats) ont des politiques d'investissement relativement proches, à l'exception toutefois des investissements en titres obligataires, qui sont plus fortement représentés dans les fonds publics (46,5 % contre 32,5 % pour les fonds privés), avec *a contrario* une plus faible pondération des actions (40,9 % contre 54,4 %).

Une des principales difficultés que rencontrent les fonds de pension est l'appréciation des performances des gestionnaires de portefeuilles domestiques investis en actions : assez fréquemment, ces derniers n'ont pas de résultats meilleurs que ceux que l'on pourrait obtenir par une gestion indicielle, qui s'avère beaucoup moins coûteuse : ceci explique que 30 % des actifs en actions des fonds de pension soient gérés par référence à la composition des grands indices boursiers (Standard & Poors 500 le plus souvent). Cette proportion peut monter jusqu'à 80 % dans certains grands fonds, comme le California Employees' Retirement System (CALPER), deuxième fonds de pension américain avec plus de 65 Mds\$ d'actifs.

259

b) Les fonds à gestion individuelle : une grande prudence dans les placements

D'une manière générale, la décision d'investissement dans les fonds de pension à contributions définies relève de l'employé lui-même, l'employeur étant simplement tenu de proposer des options d'investissement diversifiées et des conseillers en investissement de bonne qualité. Ceci explique que globalement les fonds à gestion individuelle soient gérés de façon beaucoup plus conservatrice que les fonds à gestion centralisée, où le « trustee », par l'effet de taille de son portefeuille et la sophistication de ses méthodes de gestion, peut tirer le meilleur avantage de ses investissements en prenant des risques plus importants que le gestionnaire individuel. La composition des portefeuilles des plus grands fonds de pension à contributions définies reflète cette aversion pour le risque : 24 % des actifs sont investis en titres de l'entreprise assurant le parrainage du fonds — on retrouve ici l'effet ESOP (*cf. supra*) ; 34 % des actifs sont des contrats à revenu garanti émis par les compagnies d'assurance ou les banques (GICs

et BICs, la part de liquidités à court terme (10 %), placées le plus souvent en « money market funds », étant elle-même notablement plus importante que pour les fonds à gestion centralisée.

En dépit du souhait des gestionnaires individuels de sélectionner des placements de gestion aisée et relativement sans risque, le krach boursier de 1987, tout comme les faillites récentes des compagnies d'assurance Executive Life, Mutual Benefit Life Insurance et First Capital Life Insurance ont ramené tant les parrains des fonds de pension que leurs employés eux-mêmes à de dures réalités. Poursuivies en justice par leurs salariés au motif qu'elles avaient été négligentes dans le choix des émetteurs de GICs/BICs, nombre d'entreprises ont préféré compenser partiellement les pertes encourues plutôt que d'être exposées aux aléas d'une procédure judiciaire. De leur côté, banques et assurances, afin de ne pas perdre un marché sur lequel elles occupent une position dominante, ont complété ou remplacé leurs contrats à revenu garanti par des produits « synthétiques », qui prévoient l'adossement des obligations de l'émetteur à des actifs sortis du bilan de la banque ou de la compagnie d'assurance.

III — Problèmes et enjeux des fonds de pension aux Etats-Unis

260

Il est symptomatique de noter qu'au cours de la campagne pour les élections présidentielles, aucun des deux principaux candidats ne se soit sérieusement penché sur les problèmes que rencontrent aujourd'hui les fonds de pension aux Etats-Unis, ou sur les enjeux du contrôle des actifs d'investissements institutionnels qui, pour ne citer qu'un chiffre, détiennent près du tiers de la capitalisation du New York Stock Exchange. Il est vrai que tout débat sur les fonds de pension aux Etats-Unis fait ressortir des divergences d'intérêt marquées entre les différents acteurs du système de retraite américain. Ceci s'explique par la nature même de ces fonds : sources importantes de financement pour l'économie américaine, ils sont également une source de coûts, tout aussi importants, pour les entreprises, les administrations (fédérales ou locales) et les individus. Ils présentent ainsi des risques et des opportunités pour la croissance économique et le bien-être de chacun.

Au cours des dernières années, le débat sur les fonds de pension s'est focalisé sur deux points essentiels : d'une part, leur financement et les orientations à privilégier dans le choix entre les différents systèmes de fonds (prestations ou contributions définies, plans individuels...), et d'autre part, le contrôle et l'utilisation de leurs actifs.

1. Le délicat équilibre du financement des fonds de pension

Alors que depuis plusieurs années, les entreprises se désengagent

progressivement du financement des retraites de leurs employés, tant le vieillissement de la population active que la restructuration du tissu industriel américain ou les difficultés financières des administrations locales mettent en péril l'équilibre financier de certains fonds de pension privés ou publics. Cette crise financière se surajoute au problème de l'accessibilité des salariés américains au système des fonds de pension, et plus généralement, à la défense de leurs droits.

a) Crise financière sur fond de désengagement des entreprises

Leurs bilans déséquilibrés par dix ans d'endettement continu, les entreprises américaines, depuis la fin des années quatre-vingt, se sont engagées dans un effort sans précédent d'assainissement de leur situation financière. La baisse des taux d'intérêt leur a permis de réduire leurs charges financières, et la conjoncture favorable en 1991 et 1992 du marché des actions a rendu possible la reconstitution partielle du capital détruit par une décennie de LBO et de fusions-acquisitions. Mais l'amélioration récente des profits des entreprises tient également à des actions structurelles de diminution de leurs effectifs (qui expliquent l'essentiel des gains de productivité enregistrés) ou de compression de leurs autres charges, et notamment des prestations qu'elles offrent à leurs salariés en matière de retraite. C'est ainsi que le coût des dépenses de retraite pour les entreprises du Standard & Poors 500 est passé de 27 Mds\$ en 1982 à 15 Mds\$ en 1991, après avoir atteint un point bas en 1988 à 13 Mds\$. Rapporté aux profits avant impôts de ces mêmes entreprises, le désengagement est encore plus flagrant : de 18 % à moins de 5 % l'an dernier.

261

Cette évolution résulte pour l'essentiel, comme on l'a vu, de la montée en charge progressive des plans à contributions définies moins coûteux pour les employeurs que les fonds de pension à prestations définies. Sur la période récente, les entreprises ont également eu recours à deux techniques pour limiter leurs contributions : la révision à la hausse du taux d'actualisation des revenus des fonds à prestations définies (une augmentation de un point de ce taux permet typiquement de réduire les versements des employeurs de 15 à 20 %, et le report dans le temps du versement de leurs contributions. La réglementation ERISA, toutefois, limite assez strictement ces possibilités de « manipulation » des taux d'actualisation ou de versement différé, contrairement aux législations applicables aux fonds de pension publics (*cf. infra*).

En dépit de la contrainte imposée par la loi ERISA de maintenir pour les fonds à prestations définies un ratio de financement de 100 %, environ le quart de ces fonds sont aujourd'hui sous-financés. Cette situation résulte pour partie de décisions propres aux entreprises, par l'utilisation des techniques évoquées plus haut. Mais pour l'essentiel, elle est la conséquence de trois phénomènes :

— le vieillissement de la population couverte par ces fonds de pension, qui amène ceux-ci à maturité alors même que les entreprises n'ont pu rattraper leur retard dans le versement de leurs contributions (ERISA donne aux entreprises un délai de trente ans, sur la base des obligations passées, pour atteindre un ratio de financement de 100 %). Un phénomène identique est également constaté à la suite de licenciements massifs dans une entreprise (comme chez Chrysler, General Motors ou IBM) ;

— la révision à la hausse des prestations servies aux retraités à la suite de négociations avec les syndicats, qui se sont multipliées au cours des deux dernières années du fait de l'augmentation des profits des sociétés, se traduit par de nouvelles obligations pour les entreprises et par l'apparition, du jour au lendemain, d'un sous-financement de leurs fonds de pension ;

— les faillites d'entreprise, enfin, qui interrompent tout versement aux fonds de pension (ou les réduisent très fortement), et accentuent leur sous-financement.

La PBGC, qui assure les fonds de pension privés à prestations définies, se trouve aujourd'hui dans une situation financière difficile, qui pourrait devenir critique dans un proche avenir. Les risques financiers supportés par la PBGC sont en effet très importants : le sous-financement global des fonds DB atteint aujourd'hui 40 Mds\$, dont 21,5 Mds\$ pour une cinquantaine d'entreprises du secteur de l'automobile, de la sidérurgie et du transport aérien (ce dernier chiffre n'était que de 14,2 Mds\$ en juillet 1991)². Le déficit de la PBGC atteint aujourd'hui 2,5 Mds\$; il pourrait croître jusqu'à 18 Mds\$ en 1997, en fonction du rythme des appels en garantie.

Pour remédier à cette situation, la PBGC a proposé quatre réformes essentielles :

— l'accélération du versement des contributions des employeurs aux fonds de pension insuffisamment financés. Le délai pour atteindre un financement adéquat pourrait être ainsi ramené de 30 à 10 ou 20 ans ;

— le report de l'application de toute hausse des prestations servies aux retraités tant que le fonds de pension est sous-financé au titre de ses obligations antérieures ;

— l'octroi à la PBGC d'un statut clairement défini de créancier privilégié sur les actifs d'une entreprise à laquelle elle se substitue en garantie, lui permettant de réaliser sa créance à hauteur de 30 % de la valeur nette de l'entreprise ;

— une plus grande différenciation des primes perçues par la PBGC en fonction de la situation financière des fonds de pension.

Aucune de ces réformes radicales, proposées depuis maintenant deux ans, n'a pu voir le jour sous la précédente législature, du fait des intérêts

² Le fonds de pension DB de Chrysler, qui atteint 5,8 Mds\$, présente une insuffisance de financement de 4,4 Mds\$.

conflictuels de la PBGC, des entreprises, des salariés ou des juges des faillites américains. Le Congrès devrait cependant être amené à se ressaisir de ce sujet dans un proche avenir.

b) Les difficultés des fonds de pension publics

Au début des années quatre-vingt, la plupart des fonds de pension publics étaient sérieusement sous-financés. Grâce aux performances des marchés financiers au cours des dix dernières années et aux efforts accomplis par de nombreux Etats et municipalités pour financer leurs fonds de manière régulière et adaptée, la situation s'est nettement améliorée, au point qu'aujourd'hui, les 100 premiers fonds de pension publics sont *sur-financés* à hauteur de 37 Mds\$.

Mais derrière ce constat apparemment satisfaisant la réalité est plus cruelle : depuis le milieu de la dernière décennie en effet, les contributions de l'Etat fédéral aux administrations locales ont été drastiquement réduites, pour ne plus représenter que 15 % de leurs dépenses contre 22 % en 1980. Le ralentissement économique a accentué la crise des finances locales aux Etats-Unis : 60 % des Etats américains ont dû réduire leurs dépenses dans leurs budgets pour 1992. Il n'est pas étonnant que dans ces conditions, les administrations se soient retournées vers leurs fonds de pension pour bénéficier d'un ballon d'oxygène financier. Ceci leur a été d'autant plus facile que contrairement aux fonds privés couverts par la réglementation ERISA, les fonds de pension publics ne sont pas tenus légalement de maintenir un ratio de financement de 100 % sur le long terme, et que les possibilités de variation des contributions des administrations à leurs fonds de pension sont beaucoup plus grandes.

263

Les techniques utilisées à cet effet par au moins une trentaine d'Etats et grandes villes américaines au cours des deux dernières années sont extrêmement variées : augmentation du taux d'actualisation du fonds, changement des méthodes de versement des contributions afin d'introduire une plus grande progressivité, report de ces mêmes versements, réduction des prestations futures servies aux nouveaux employés, ou encore plus directement, emprunt à taux réduit par l'Etat ou la municipalité auprès du fonds de pension (cas de Philadelphie en janvier dernier, ou, plus récemment, du comté de Los Angeles).

Une telle évolution, qui n'est guère inquiétante aujourd'hui dans la mesure où la grande majorité des fonds publics sont correctement financés, voire sur-financés, est évidemment extrêmement dommageable sur le plus long terme. Au-delà même des problèmes financiers — l'hypothèse sur le futur —, le développement de ce type de comportement de la part des gestionnaires de fonds publics fait peser un risque sur le système tout entier.

c) Des fonds de pension pour tous ?

51,2 millions de salariés étaient couverts par un fonds de pension en 1990, soit 42,9 % de la population active non-agricole. En dépit de la remontée récente du taux de couverture, qui avait atteint un minimum de 41,6 % en 1988, celui-ci reste faiblement par rapport aux années soixante ou soixante-dix, où près de la moitié de la population active était assurée de bénéficier des prestations d'un fonds de pension. Ces statistiques globales dissimulent des disparités profondes suivant la taille des entreprises ou des administrations parrainant ces fonds : si 78 % des firmes employant plus de 1 000 salariés offrent une couverture retraite, ce pourcentage tombe à 18,6 % pour les entreprises de moins de 25 salariés. Par ailleurs, les plus grandes sociétés ou administrations offrent des prestations plus généreuses que les PME, qui se contentent le plus souvent de fonds à contributions définies. Ceci explique les fortes différences des taux de participation des employés à ces plans : 61,5 % pour les « parrains » ayant plus de 1 000 employés, et 13,6 % pour les entreprises en ayant moins de 25.

La diversité des systèmes de retraite aux États-Unis permet de pallier dans une certaine mesure cette carence pour les PME, dont les employés choisissent le plus souvent de souscrire à un compte d'épargne individuel pour la retraite (IRA). On est loin toutefois de la situation française où à niveau de salaire égal, la retraite servie à un employé est indépendante de la taille de l'entreprise.

Parallèlement à une amélioration du régime fiscal des IRAs évoquées dans le discours sur l'état de l'Union au début de 1992, l'administration du Président Bush avait proposé dès 1991 pour accroître la couverture de la population active par les fonds de pension une réforme de leur fonctionnement connue sous son acronyme de POWER (« Pension Opportunities for Workers' Expanded Retirement »). POWER, orientée principalement vers les PME, visait à simplifier la procédure d'agrément administratif des fonds de pension parrainés par des entreprises de moins de cent salariés (qui entraîne la déductibilité fiscale des contributions au fonds), en ne requérant plus que les « parrains » apportent la preuve que le règlement du fonds n'est pas discriminatoire à l'encontre des salariés les moins payés. La contrepartie de cette latitude nouvelle était l'obligation faite aux entreprises de contribuer à ce fonds au moins à hauteur de 2 % de la masse salariale. Par ailleurs, POWER étendait le bénéfice de la règle 401(k) de l'IRC (*cf. supra*) aux administrations locales et aux organismes à but non lucratif. Ces mesures, coûteuses pour l'État fédéral, devaient être financées par la suppression de certaines exemptions fiscales lors du départ à la retraite des employés. Devant le tollé soulevé par cette dernière disposition, la réforme n'a pu dépasser le stade de l'étude en comité au Congrès.

Il est probable que sous une forme sans doute différente, l'administration

Clinton reprenne ce thème de la couverture retraite des salariés — comme cela avait été annoncé lors de la campagne présidentielle pour la couverture santé par le candidat démocrate. Devrait également être examinée une réforme longtemps différée, mais pourtant fondamentale pour les salariés : le transfert des droits à pension lors d'un changement d'entreprise, pratiquement impossible aujourd'hui du fait de la nature unique de chaque fonds de pension. Il est clair qu'une telle réforme sera plus facile à mettre en œuvre pour les fonds à contributions déterminées ou les IRAs que pour les fonds à prestations déterminées³.

2. Les fonds de pension, enjeux de pouvoir

Un des enjeux essentiels des fonds de pension est le contrôle de leurs actifs, qui du fait de leur taille confèrent à ces investisseurs institutionnels un énorme pouvoir économique et politique. Dès lors, la question de la responsabilité sociale des investissements des fonds de pension est inévitable. Le débat, longtemps limité au fonds de pension publics ou de syndicats, gagne aujourd'hui les fonds de pension privés, et l'élection de Bill Clinton à la Maison Blanche ne fera que le renforcer.

a) Logique socio-économique et loi du marché

L'approche la plus orthodoxe pour le gestionnaire d'un fonds de pension est la maximisation du rendement financier de ses actifs sous contrainte de risque. Cette logique a notamment dicté les dispositions de la réglementation ERISA relatives aux investissements des fonds de pension privés (gérer dans l'intérêt unique des participants au fonds et agir en « homme prudent »).

A contrario, les fonds de pension publics et les fonds de syndicats, n'étant pas soumis à ces règles, ont depuis longtemps expérimenté des stratégies d'investissements dits « alternatifs » où la logique du rendement financier maximal doit être relativisée au regard d'impératifs socio-économiques. Ceci les a amenés à investir, le cas échéant en acceptant un rendement plus faible ou des risques plus grands, dans le développement de leur région d'implantation, les PME, les sociétés de capital-risque, l'immobilier, l'environnement. Née dans les années soixante-dix et longtemps teintée d'une connotation politique, cette stratégie connaît aujourd'hui un regain d'intérêt de la part des élus locaux, des syndicats ou des universitaires, qui veulent faire jouer aux fonds de pension un rôle beaucoup plus actif qu'auparavant dans la reconstruction de « America Inc. » et l'investissement de long terme.

³ Le départ d'un salarié d'une entreprise parrainant un fonds DB entraîne du fait de la rupture du contrat de travail un gel des avantages acquis par ce salarié en vue de sa retraite. Celui-ci ne pourra pas bénéficier des revalorisations ultérieures de ses droits, qui seront liquidés à leur valeur nominale lors de la cessation d'activité.

A leurs yeux, l'utilisation des ressources des fonds de pension passe par deux voies :

— l'allocation d'une partie des ressources de ces fonds à des investissements ciblés (« targeted investing ») : PME ou capital-risque, mais également infrastructures, hôpitaux ou écoles. On retrouve ici l'idée des investissements alternatifs, mais poussée à une plus vaste échelle du fait de l'extraordinaire croissance des actifs des fonds de pension au cours des vingt dernières années, et sous une forme atténuée puisque le taux de retour sur investissement acceptable doit rester proche de celui du marché. Prenant à revers la conception même de la réglementation ERISA, certains proposent même d'amender la loi en *imposant*, et non plus en permettant seulement, les investissements ciblés pour les fonds de pension privés. Les avocats du « targeted investing » proposent également de modifier sur deux points le comportement des fonds de pension : l'investissement dans les entreprises en croissance, et non plus seulement dans les sociétés « matures » ; le renforcement des avantages fiscaux accordés aux plans ESOP, qui permettent aux entreprises de bénéficier de l'épargne de leurs salariés, alors que ceux-ci, dans le cadre des fonds de pension à contributions définies, choisissent le plus souvent des investissements à risque très limité ;

— la taxation directe des fonds de pension, qui permet d'éliminer tout débat intellectuel sur le « targeted investing », ou la réduction des avantages fiscaux qui leur sont accordés : il est vrai qu'avec une dépense fiscale globale de 51 Mds\$, le coût du système des fonds de pension aux Etats-Unis peut donner à réfléchir à toute administration soucieuse de limiter le déficit budgétaire, même en dépit des conséquences que pourrait avoir une telle taxe sur le taux d'épargne américain, déjà très faible.

b) L'investissement dans le long terme et le « relationship investment »
Le développement de la gestion indicielle et du management « passif » dans les années quatre-vingt s'est révélé être une évolution quelque peu décevante pour les gestionnaires de fonds de pension tant publics que privés. D'une part, ces gestionnaires adhéraient sans trop y croire à la logique sous-jacente à l'indexation qui veut « qu'on ne peut battre le marché sur le long terme », et d'autre part, ils voyaient les actifs en actions de leurs fonds croître significativement sans qu'ils exercent véritablement jusqu'ici leurs droits d'actionnaires ⁴.

C'est pourquoi, depuis la fin des années quatre-vingt et à l'instar du fonds de pension des employés de l'Etat de Californie, nombre de fonds publics se sont activement impliqués dans les entreprises dont ils sont actionnaires,

4 Les fonds de pension détiennent près de la moitié du capital des 25 premières entreprises américaines.

notamment à l'occasion des assemblées générales et des « batailles de sollicitation » (« proxy fights ») le précédant. Ils ont d'ailleurs structuré leur organisation dans cet esprit : c'est ainsi que l'ensemble des documents adressés aux gestionnaires de fonds travaillant pour CALPER par les entreprises, des sollicitations et résolutions pour les assemblées générales, sont centralisés par le fonds de pension lui-même, qui vote ainsi d'une seule voix.

Cet « activisme » des fonds de pension, souvent conflictuel, s'est révélé en fait peu probant. Lui est aujourd'hui préféré une approche plus souple et plus consensuelle, le « relationship investing ». Celui-ci suppose la détention sur une longue période par des investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension d'une part significative du capital des entreprises, et l'exercice d'une plus grande influence sur la direction et les orientations de la société. En diminuant la part des fonds indexés dans leurs portefeuilles, les fonds de pension pourraient se concentrer sur un nombre plus réduit d'entreprises, y accroître patiemment leur participation et avoir une réelle valeur ajoutée dans leur développement. Le fonds de pension, de son côté, verrait son rendement sur investissement s'accroître du fait de l'amélioration de la position compétitive de l'entreprise.

Ces idées sont largement inspirées des modèles allemand ou japonais, où les entreprises tirent bénéfice des relations de long terme qu'elles entretiennent avec les banques et les institutions financières et où leurs cadres dirigeants sont beaucoup moins soumis dans leurs processus de décision aux aléas des résultats trimestriels de leurs sociétés. L'implication accrue des fonds de pension dans la gestion des grandes entreprises peut donner aussi à réfléchir à des équipes de direction parfois trop téméraires, ou à l'inverse trop timorées, comme le cas de General Motors l'a récemment montré.

De fait, l'idée du « relationship investing » commence à faire école : si depuis longtemps certains fonds publics ont abandonné toute gestion passive de leurs investissements en actions (tels les fonds de pension du New Jersey et du Wisconsin) et s'intéressent de près à la direction des entreprises dont ils sont actionnaires, le mouvement décisif risque d'intervenir sous peu : CALPER vient d'annoncer qu'il entendait réduire le nombre de ses participations en capital dans les entreprises américaines, actuellement au nombre de 1 500, pour n'en plus conserver que 300, tout en diminuant le nombre de ses gestionnaires extérieurs en actions.

Tableau 1
Actifs des fonds de pension américains

Période	Actifs en milliards de dollars			Total	Croissance annuelle en % des	
	Fonds privés gérés		Fonds publics		fonds privés	fonds publics
	par des fiducies	par des ctes d'assurance				
1971-1975	225	70	105	400	14,0	11,8
1976-1980	470	158	198	826	16,3	13,5
1980-1985	1038	347	405	1790	17,1	15,4
1986	1198	410	469	2077	16,1	15,8
1987	1216	459	517	2192	4,2	10,2
1988	1313	516	606	2435	9,2	17,2
1989	1536	573	735	2844	15,3	21,3
1990	1506	636	752	2894	1,6	2,3
1991	1638	678	877	3193	8,1	16,6

Source : Employee Benefit Research Institute

LES FONDS DE PENSION AUX ÉTATS-UNIS

Tableau 2
Les vingt premiers fonds de pension américains

Fonds de pension	Actifs (Mds\$ à fin 1991)
TIAA-CREF	99,6
California Public Employées	64,7
New York State & Local	50,1
New York City	48,9
AT&T	45,0
General Motors	40,8
California State Teachers	37,4
New York State Teachers	32,5
State of New Jersey	31,3
General Electrics	31,1
Texas Teachers	29,5
IBM	29,0
Florida State Board	25,5
Ohio Public Employees	24,3
State of Wisconsin	22,8
Ford Motor	22,7
E.I. du Pont	20,5
North Carolina Retirement	20,3
Ohio State Teachers	20,2
State of Michigan	20,1

269

Source : Pensions & Investments.

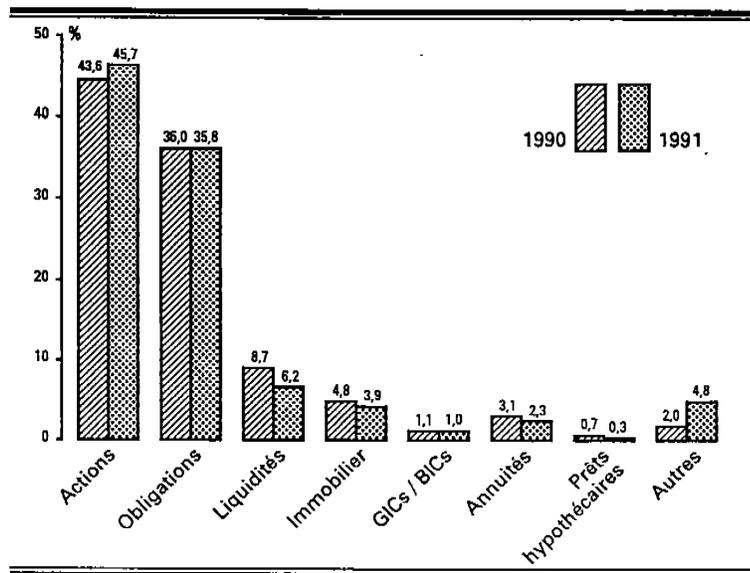
Tableau 3
Les vingt premiers gestionnaires de fonds de pension

Gestionnaires	Actifs gérés (Mds\$ à fin 1991) (*)
Bankers Trust	109,9
Wells Fargo Nikko	96,7
State Street Bank	61,5
Metropolitan Life Insurance	55,7
J.P. Morgan Investment	52,0
Prudential Asset	50,6
Aetna Life Insurance	44,6
Fidelity Investments	42,7
Northern Trust	35,9
Pacific Investment	35,0
Alliance Capital	34,0
GE Investments	32,2
CIGNA Investments	30,3
Mellon Capital	30,3
INVESCO MIM	27,0
Capital Guardian Trust	26,2
Equitable Capital	25,5
Mellon Bond Associates	24,5
Principal Financial Group	24,0
Miller, Anderson & Sherrerd	22,4

(*) Actifs non imposables.

Source : Pensions & Investments.

Graphique 1
Distribution des actifs des fonds de pension à prestations définies



271

Graphique 2
Distribution des actifs des fonds de pension à contributions définies

