

# LE CAS DU FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES

SOPHIE BARBIER \*

**A** lire certaines analyses, les fonds de réserve pour les retraites constituent la zone grise des fonds souverains : fonds souverains à part entière, sous-catégorie spécifique ou hors catégorie ? Fonds souverains modèles ou aux antipodes des fonds souverains ? Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) n'échappe pas à cette ambiguïté : parfois classé parmi les fonds souverains dont il partage certains traits en tant qu'investisseur public de long terme, parfois écarté en raison de son objectif, de ses ressources, de son mode de gouvernance... Il est toujours possible de dresser le bilan des points communs et des différences ; mais, *in fine*, il est sans doute indispensable d'explicitier les enjeux liés à une éventuelle qualification du FRR comme « fonds souverain ».

229

## *AU SUJET DES FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES EN GÉNÉRAL...*

Dans les listes de fonds souverains qui ont fait florès au cours des derniers mois, les fonds de réserve pour les retraites sont tantôt cités (par exemple, l'étude de la Deutsche Bank<sup>1</sup>), tantôt pas (rapport Demarolle<sup>2</sup>). Si nous nous référons aux définitions adoptées dans un cadre multilatéral, les fonds de réserve apparaissent soit comme des fonds souverains à part entière, soit comme des fonds hybrides, soit encore comme une catégorie en dehors du champ des fonds souverains.

---

\* Chargée de mission auprès du Directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR).

Le groupe de travail des fonds souverains (International Working Group of Sovereign Wealth Funds - IWG), sous l'égide du FMI, a adopté une définition large : « Les fonds d'investissement souverains sont des fonds ou des mécanismes d'investissement à but déterminé, appartenant à des administrations publiques. Créés par une administration publique à des fins de gestion macroéconomique, les fonds d'investissement souverains détiennent, gèrent ou administrent des actifs pour atteindre des objectifs financiers et ont recours à une stratégie d'investissement qui comprend des placements sur actifs financiers étrangers. Les fonds souverains sont généralement créés à partir des excédents de la balance des paiements, des opérations sur devises, du produit de privatisations, d'excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de base »<sup>3</sup>. Cette définition large se rapproche, par exemple, de celle adoptée par la Commission européenne<sup>4</sup>.

L'annexe 1 des Principes de Santiago retient trois éléments clés de définition :

- la propriété : les fonds souverains sont la propriété d'administrations publiques (centrales ou locales) ;
- les investissements : ils comprennent des investissements dans des actifs financiers étrangers ; ce qui exclut les fonds qui ne sont investis que dans des actifs domestiques ;
- les objectifs et la finalité : les fonds souverains sont créés pour investir des fonds publics avec des objectifs financiers et ils peuvent avoir des passifs qui ne sont définis que de manière large, ce qui les autorise à employer une vaste gamme de stratégies d'investissement avec un horizon de moyen-long terme.

Une telle définition conduit à exclure du champ « entre autres, les réserves de change détenues par les autorités monétaires pour les besoins traditionnels de la balance des paiements ou à des fins de politique monétaire, les entreprises publiques au sens classique, les caisses de retraite des fonctionnaires ou les actifs gérés pour le compte de particuliers ». Mais elle n'exclut pas les fonds de réserve : les fonds souverains « constituent un groupe hétérogène, composé de fonds de stabilisation budgétaire, de fonds d'épargne, de sociétés de placement des réserves, de fonds de développement et de fonds de réserve de pension, sans engagements explicites de retraite ».

Dans cette approche large, les fonds de réserve pour les retraites comptent donc parmi les fonds souverains, ce dont témoigne la présence de l'Irlande et de la Nouvelle-Zélande dans le groupe de travail (en raison de l'existence du National Pensions Reserve Fund - NPRF - et du New Zealand Superannuation Fund - NZSF).

À l'inverse, d'autres approches introduisent des distinctions au sein des investisseurs souverains (*sovereign investment funds* - SIF) entre

les fonds souverains *stricto sensu* (*sovereign wealth funds* - SWF) et les fonds de pension souverains (*sovereign pension funds* - SPF).

Dans le cadre de ses travaux<sup>5</sup>, l'OCDE opère une distinction, plus fine encore, entre les fonds souverains *stricto sensu* (SWF) et les fonds de réserve (*sovereign and public pension reserve funds* - SPPRF), eux-mêmes regroupant les fonds de réserve souverains (*sovereign pension reserve funds* - SPRF), plus proches des fonds souverains au sens strict (par exemple, le NZSF ou le NPRF), et les fonds de réserve publics (*public pension reserve funds* - PPRF), partie intégrante du système de Sécurité sociale (par exemple, le Japan's Government Investment Fund ou le Denmark's Social Security Fund). Les fonds souverains (SWF) sont alors définis comme des fonds contrôlés, directement ou indirectement, par des États pour remplir des objectifs de politique nationale alors que les fonds de réserve (SPPRF) sont des fonds destinés à financer le système de retraite par répartition. Au cœur de cette approche, se trouve donc la question de la finalité des fonds.

Subsidiairement, pour distinguer fonds de réserve souverains et fonds de réserve publics, intervient un critère d'indépendance vis-à-vis du gouvernement. Dans cette typologie, les « fonds de réserve souverains » tels que le FRR (explicitement cité par l'OCDE) apparaissent donc comme des fonds hybrides : caractérisés par une mission précise (contribuer au financement des retraites à long terme) contrairement aux fonds souverains au sens strict qui poursuivent des objectifs multiples, les fonds de réserve souverains (SPRF) sont néanmoins plus dépendants des pouvoirs publics que les fonds de réserve publics (PPRF) qui sont complètement intégrés dans le système de Sécurité sociale (et dont la principale caractéristique est qu'ils sont alimentés essentiellement *via* des surcotisations ou des excédents sociaux).

Que retenir de ces deux approches ? Deux dimensions paraissent importantes pour déterminer le statut des fonds de réserve : lorsque c'est la dimension financière qui est privilégiée, les fonds de réserve semblent pouvoir être rangés parmi les fonds souverains. En effet, tous les fonds souverains au sens large sont engagés, certes à des degrés divers, dans un processus de diversification et d'internationalisation de leurs portefeuilles avec pour objectif l'augmentation du rendement de leurs actifs. Au contraire, lorsque la définition prend en compte une analyse plus globale de leur gouvernance, les fonds de réserve semblent des cas limites, à la marge : alors que certains fonds souverains *stricto sensu* se définissent par les liens étroits qu'ils conservent aujourd'hui avec les pouvoirs publics qui les ont créés (en termes d'objectif, de gouvernance, de politique de placement), les fonds de réserve se caractérisent par une plus grande indépendance, notamment parce qu'ils disposent d'un objectif clair lié au financement des retraites.

... *ET DU FRR EN PARTICULIER*

Dans la liste des « principaux fonds souverains » qu'il a établie en 2007<sup>6</sup>, le FMI ne mentionne pas explicitement le FRR ; néanmoins, il n'y a guère de doutes sur son appartenance au groupe des fonds souverains au vu des critères retenus par l'International Working Group (IWG) :

- la propriété : le FRR est un établissement public chargé de gérer des capitaux publics ;

- les investissements : le FRR a un portefeuille diversifié à la fois en termes de types de titres, de secteurs d'activité et de zones géographiques. Le FRR est un investisseur de long terme : créé en 1999, il accumule et place des réserves qui ne pourront être décaissées avant 2020 (cf. art. L. 135-6 du Code de la Sécurité sociale). Au vu de cet horizon, son portefeuille cible comporte une part majoritaire d'actions (60 %) et surtout une proportion importante d'actifs internationaux : 36 % du portefeuille cible (actions et obligations) est investi hors de la zone euro ;

- les objectifs et la finalité : le FRR a pour objectif de maximiser le rendement des placements qu'il effectue sous contrainte de risque ; pour ce faire, il dispose d'une certaine latitude dans la mesure où la chronique de ses décaissements n'a pas été fixée précisément.

232

Suivant l'OCDE, le FRR est un fonds de réserve souverain (SPRF). Cependant, même si le FRR n'est pas juridiquement partie intégrante du régime de retraite de base, nombre de ses caractéristiques le rapprochent des fonds de réserve publics (PPRF). En effet, il se caractérise par une forte indépendance vis-à-vis du pouvoir politique. Tout d'abord, en raison même de sa responsabilité fiduciaire vis-à-vis des régimes de retraite qui est clairement affirmée par la loi qui l'a créé : « Ce fonds a pour mission de gérer les sommes qui lui sont affectées afin de constituer des réserves destinées à contribuer à la pérennité des régimes de retraite. Les réserves sont constituées au profit des régimes obligatoires d'assurance vieillesse visés à l'article L. 222-1 et aux 1° et 2° de l'article L. 621-3 »<sup>7</sup> (c'est-à-dire la Caisse nationale d'assurance vieillesse et le Régime social des indépendants).

Dans ce cadre, le FRR a pour objectif unique la maximisation du rendement financier, sous contrainte de risque, des actifs qui lui sont confiés. Guidé par cet objectif unique, le Conseil de surveillance définit la stratégie d'investissement ; le Directoire met en œuvre cette stratégie et rend compte au Conseil de surveillance ; et ce sont les gestionnaires délégués, sélectionnés par une procédure d'appel d'offres public, qui effectuent la sélection des titres correspondant à la stratégie. De plus, statutairement, le FRR ne peut détenir plus de 3 % des actions

ou titres participatifs d'une société émettrice, ce qui exclut toute prise de participation stratégique. Enfin, si « sa politique d'investissement doit être cohérente avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré » (délibération du Conseil de surveillance du 20 avril 2003), cette cohérence est assurée *via* une politique d'investissement responsable rendue publique.

Par ailleurs, les ressources qui abondent le FRR sont d'une nature très singulière dans le paysage des fonds souverains, généralement alimentés par des excédents commerciaux liés à des ressources naturelles ou non. En revanche, elles ne sont pas en pratique d'une nature très différente des cotisations sociales qui alimentent les fonds de réserve publics (PPRF). En effet, très hétérogènes, les ressources du FRR peuvent être regroupées en quatre grandes catégories : une ressource fiscale (une fraction du prélèvement social de 2 % sur les revenus du capital), des ressources sociales (excédents de la Caisse nationale d'assurance vieillesse et du Fonds de solidarité vieillesse), le produit de la cession d'actifs (privatisations, ventes des licences de téléphonie de 3<sup>ème</sup> génération), et enfin des dotations diverses. Mais, dans les faits, seule la ressource fiscale est régulière et depuis trois ans, le FRR n'a reçu que celle-ci. L'attribution d'une ressource fiscale par la loi n'est pas fondamentalement différente de ce qui résulterait d'une alimentation par des cotisations sociales (cas des PPRF).

233

Enfin, il faut rappeler que, contrairement à nombre de fonds souverains au sens strict, le FRR mène une politique de transparence très poussée car il doit rendre des comptes sur sa gestion des fonds publics aux parties prenantes (et notamment aux partenaires sociaux qui siègent dans son Conseil de surveillance) et plus généralement à l'ensemble des citoyens : la stratégie d'investissement, le choix des gérants, la structure effective de l'actif, les performances... sont des données qui sont publiées régulièrement. Le fonds est aussi soumis à des contrôles de tiers indépendants et, en particulier, de ses commissaires aux comptes.

Au total, il nous semble que le FRR présente un degré d'indépendance vis-à-vis du gouvernement qui est très proche de celui des fonds de réserve publics, que l'OCDE distingue clairement des fonds souverains.

L'examen du cas particulier du FRR met en évidence la même tension que celle que nous avons vue au sujet des fonds de réserve en général : si la dimension financière est mise en avant, il semble assez naturel de répondre que le FRR fait bien partie du groupe (hétérogène) que constituent les fonds souverains ; en revanche, si la dimension « politique » prime, il semble logique de distinguer les fonds de

réserve en général, et singulièrement le FRR qui présente un haut degré d'indépendance vis-à-vis des pouvoirs publics, des fonds souverains.

### QUELS ENJEUX ?

Au-delà des inévitables problèmes de classification, l'attitude de certains fonds de réserve dépend du contexte local. À ce titre, la position très nette prise par l'Office d'investissement du régime de pension du Canada (OIRPC, CPPIB en anglais) illustre parfaitement la tension qui se fait jour dans la définition des fonds souverains. Le fonds de réserve canadien a ainsi fermement rejeté son identification aux fonds souverains en mettant en avant ses différentes caractéristiques : la gestion d'actifs clairement distincts des fonds du gouvernement, des normes élevées de divulgation et de transparence, l'importance de la responsabilité fiduciaire... « Le contrôle politique et la possibilité que de tels fonds puissent être utilisés pour soutenir des objectifs nationaux ou politiques plutôt qu'économiques sont au cœur de la question des fonds souverains. Le modèle de gouvernance de l'Office est instructif à cet égard car il a été conçu expressément pour le protéger de toute interférence politique, tout en le tenant à une reddition de compte stricte. (...) Cependant, comme le mot Canada figure dans son appellation, certains observateurs ont attribué, de façon erronée, l'étiquette de fonds souverain à l'Office alors, qu'en fait, il agit uniquement à titre de fiduciaire et prend des décisions d'investissement axées sur les rendements de manière tout à fait indépendante des gouvernements »<sup>8</sup>. Une telle volonté de se démarquer des fonds souverains tient à une approche où la dimension « politique » domine ; dans ce cadre, être qualifié de fonds souverain, c'est risquer d'être taxé d'opacité, de mauvaise gouvernance, d'instrumentalisation politique... De ce point de vue, certains fonds de réserve peuvent choisir de se définir par opposition aux fonds souverains.

À l'inverse, la définition très large de l'IWG répond à une volonté de banalisation des fonds souverains : en mettant l'accent sur leurs caractéristiques financières, il est possible de rapprocher des institutions très diverses et de faciliter la convergence de l'ensemble vers des standards internationaux de bonne gouvernance tels que les traduisent les Principes de Santiago (qui couvrent trois domaines : cadre juridique, objectifs et coordination avec les politiques macroéconomiques ; cadre institutionnel et structure de gouvernance ; cadre d'investissement et de gestion du risque). Il ne faut pas oublier que les fonds souverains, même pris au sens strict, constituent un ensemble hétéroclite et mouvant. En particulier, suite à l'adoption des Principes de Santiago,

une convergence autour de standards internationaux pourra gommer certaines des différences qui existent encore aujourd'hui entre fonds souverains au sens strict (ou du moins certains d'entre eux) et fonds de réserve pour les retraites : accroissement de l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique, financiarisation des objectifs et plus grande transparence.

Le « paysage » des fonds souverains n'est pas un « jardin à la française ». Diversité des statuts, des gouvernances, des politiques d'investissement existent et perdureront. Le cadre défini par la communauté internationale mais aussi le contexte macrofinancier global difficile, auquel tous les investisseurs de long terme ont à faire face, devraient assurer une convergence progressive des modes de fonctionnement et des bonnes pratiques au service de la meilleure performance financière possible.

## NOTES

235

1. Kern Steffen, « Sovereign Wealth Funds - State Investments on the Rise », Deutsche Bank Research, septembre 2007.
2. Demarolle Alain, *Rapport sur les fonds souverains*, La Documentation française, 2008.
3. IWG, *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Practices - Santiago Principles*, octobre 2008, traduction non officielle.
4. Communication de la Commission européenne (2008) : « *Sovereign wealth funds (SWFs) are generally defined as state-owned investment vehicles, which manage a diversified portfolio of domestic and international financial assets* ».
5. « Pension Markets in Focus », novembre 2007, n° 4. A noter la même partition, mais avec une terminologie différente : « Public Pension Reserve Funds », décomposée en « Social Security Reserve Fund and Sovereign Pension Reserve Fund » in A. Blundell-Wignall, Y. Hu et J. Yermo, « Sovereign Wealth and Pension Fund Issues », *OECD Working Paper on insurance and private pensions*, n° 14, janvier 2008.
6. FMI, *Global Financial Stability Report*, octobre 2007.
7. Article L. 135-6 du Code de la Sécurité sociale.
8. Allocution de David Denison, président et chef de la direction de l'OIRPC, devant deux sous-comités du Congrès américain, le 5 mars 2008.

