

L'élaboration d'une notation des fonds de pension passe par une approche individualisée des éléments qui composent un FER, mais peut aussi se référer aux notations déjà existantes, par exemple celles des Opcvm.

# Notation et fonds de pension : un exercice complexe



François Degas  
Directeur  
Standard & Poor's

Dès 1991, le «Livre blanc Rocard» faisait ressortir la situation très difficile des régimes de retraite classiques fondés, depuis leur création, c'est-à-dire essentiellement depuis la dernière guerre, sur un système de répartition : les actifs payant les allocations dues aux retraités.

Ce système qui avait fonctionné à la satisfaction générale pendant de nombreuses années était implicitement fondé sur une structure d'âges et de revenus qui peu à peu s'est profondément modifiée et a changé toutes les données du problème. Le vieillissement de la population a radicalement transformé le ratio de dépendance : 1 retraité pour 3 cotisants en 1990, 1 retraité pour 2 cotisants en 2000 et selon toute vraisemblance 1 retraité pour 1,1 cotisant à l'horizon 2040. De plus, malgré de fortes disparités, le niveau moyen des retraites s'est élevé : en 1993, le CERC notait que le niveau de vie des personnes âgées dépassait en moyenne de 5 % celui des personnes plus jeunes alors qu'il lui était inférieur de 20 % au début de la décennie 1970.

Au fil des années, il est apparu de façon de plus en plus manifeste que le système actuel de retraite par répartition ne pourrait plus remplir seul son objet, à moins d'opérer des prélèvements tout à fait exorbitants sur la rémunération des actifs au profit des retraités. Cette situation n'a pas manqué de susciter de nombreuses réflexions qui ont conduit, en mars 1997, au vote de la loi dite Thomas (①, ②). Celle-ci est fondée sur le principe de la création de plans d'épargne retraite (PER) abondés de manière facultative par les salariés et les entreprises, dans le cadre d'accords d'entreprises qui peuvent être collectifs, et gérés dans le cadre de fonds d'épargne retraite (FER). Au terme du contrat, le salarié reçoit une rente viagère ou, sous certaines conditions, le versement d'un capital.

Dans l'état actuel de cette réglementation, l'éventail des possibilités d'investissements ouvertes aux FER demeure très

vaste : les salariés peuvent choisir les contreparties qu'ils veulent et utiliser les produits dérivés. Si cette liberté apparaît largement justifiée pour permettre une grande souplesse de gestion, il n'en demeure pas moins qu'elle permet aussi une grande diversité dans les produits proposés aux souscripteurs et adhérents potentiels.

Ces derniers risquent donc de se trouver confrontés à des choix difficiles car il ne leur sera pas aisé de connaître les caractéristiques d'un FER correspondant à leurs attentes et en particulier de mesurer le risque encouru par rapport à la performance réalisée ou souhaitée. Dans la mesure où la loi ne permet le changement de FER que dans des conditions très limitatives, le choix revêt une importance fondamentale.

## Peut-on noter le FER lui-même ?

Pour aider les souscripteurs et les adhérents à faire des choix en fonction de leurs attentes, que pourrait apporter la notation ? Ceci suscite d'emblée un grand nombre de questions.

- La première est de déterminer l'objet de la notation lui-même. En effet, la notation classique se définit comme l'appréciation de la capacité et de la volonté d'un débiteur à rembourser sa dette en temps et en heure. Dans le cas présent, il n'existe pas de dette fixée à l'avance dans son montant ce qui est même explicitement prohibé par la loi, ni d'échéancier précis.

- Peut-on noter le FER lui-même ? En fonction de quel critère de résultat ? Il pourrait être la capacité de répondre aux promesses faites aux souscripteurs, mais celles-ci sont suffisamment vagues et lointaines pour rendre l'exercice quelque peu académique. Ce qui est promis en effet, c'est le versement d'une rente viagère ou d'un capital aux adhérents au moment de la liquidation de leur retraite. Aucune corrélation obligatoire n'est établie entre le mon-

tant des versements faits par les entreprises et les adhérents et le résultat final.

- Doit-on noter la sécurité des composantes techniques : la qualité des actifs, celle de la structure de gestion, du dépositaire... ? Ou encore doit-on porter une appréciation sur la performance : quel type de résultat le fond est-il capable d'atteindre ? Doit-on apprécier le professionnalisme des équipes de gestion compte tenu des performances réalisées et probables en fonction du type de gestion ? Doit-on essayer de déterminer le niveau de perte maximum encouru par le fond ? Faut-il apporter une réponse à toutes ces questions ou en privilégier certaines par rapport à d'autres ?

Pour autant, il ne faudrait pas conclure que la notation d'un FER est une entreprise impossible. Même si sa notation synthétique paraît assez dénuée de sens, l'approche qualitative et quantitative de ses différents composants peut néanmoins amener à une sorte d'appréciation globale qui pourrait certainement être éclairante pour les parties prenantes.

Dans le cadre de la notation classique : notes de référence, de dette, de *claims paying ability* (pour les compagnies d'assurance), d'Opcvm de fonds de titrisation, Standard & Poor's a développé des critères qui permettent de faire assez largement ce

type d'analyse. L'apport des compétences de Fund Research et de Micropal qui ont récemment rejoint Standard & Poor's, devrait contribuer utilement à l'élaboration d'une méthode donnant une véritable appréciation de l'ensemble des risques des FER. Sans pouvoir circonscrire aujourd'hui tous les éléments qui interviendraient dans cette approche, on peut néanmoins déjà individualiser les plus importants.

## Le rôle des actionnaires

Les FER, selon la loi actuelle, seront des sociétés anonymes de droit commun, même s'ils sont dotés de spécificités particulières. Ils auront donc des actionnaires dont le rôle pourra être fondamental : qui seront-ils, quelle sera leur qualité de crédit propre, quel type de soutien auraient-ils la volonté et seraient-ils à même, le cas échéant, d'apporter au FER qu'ils contrôlent ? Il va de soi qu'un actionnaire majoritaire, même s'il n'est pas légalement tenu d'assurer le soutien de sa filiale, peut avoir intérêt à le faire, ne serait-ce que pour des raisons d'image et de crédibilité propre.

Dans le cas des FER qui, selon toute vraisemblance, devraient être créés sous l'égide des compagnies d'assurance ou des



### ❶ La loi Thomas

C'est dans l'esprit des recommandations de la Commission européenne, qu'après de multiples études et projets a été votée la loi n° 97-277 du 25 mars 1997, dite «loi Thomas», créant les plans d'épargne retraite. Cette loi dont les décrets d'application n'ont pas été publiés risque d'être remise quelque peu en question par l'actuelle majorité parlementaire. Néanmoins, dans la mesure où le problème des retraites reste entier, il est vraisemblable qu'un bon nombre de ses traits principaux demeureront en l'état.

#### Les objectifs de la loi

C'est une loi que ses auteurs ont voulu à la fois incitative et protectrice.

- Pour encourager le développement des fonds de retraite, toutes les expériences passées ont montré qu'il était absolument nécessaire d'apporter aux différents intervenants des

éléments d'incitation forts, c'est-à-dire des avantages fiscaux. En effet, seule leur présence peut contrebalancer la contrainte d'un investissement bloqué sur une période qui peut être particulièrement longue. C'est la raison pour laquelle, sous certaines conditions, la loi a prévu que les versements faits par les salariés seraient déductibles de l'IRPP, tandis que les abondements versés par les entreprises seraient exonérés de charges sociales.

- La loi s'est voulue aussi protectrice : il faut que l'épargne investie à long terme pour assurer aux salariés un complément de retraite soit gérée dans des conditions de sécurité suffisantes pour remplir son objet.

Il a été ainsi prévu que les plans d'épargne retraite seraient créés et gérés dans le cadre d'un fond d'épargne retraite (FER), personne morale «ayant pour objet

exclusif la couverture des engagements pris dans le cadre des plans d'épargne retraite». La forme juridique des FER est limitée à quatre possibilités : SA d'assurance, société mutuelle d'assurance, institution de prévoyance ou organisme mutualiste, soumis aux règles propres à ce type d'organisme.

En tout état de cause, la création d'un FER est elle-même soumise à l'obtention d'un agrément administratif, donné par une commission ad hoc composée de membres de la commission de contrôle des assurances, de celle de la Sécurité sociale et de deux représentants de la Cob. Elle doit notamment s'assurer de la qualité et de l'adéquation des moyens techniques et financiers mis en œuvre par la société, de la compétence de ses dirigeants ainsi que de la répartition du capital et de la qualité des actionnaires. Ces critères ne sont pas sans rappeler ceux mis en œuvre

par la Cob pour la délivrance d'un agrément aux sociétés de gestion.

Au cours de leur existence, le contrôle des FER relève, d'une part, de la Commission qui a agréé leur constitution et d'autre part, de l'État, conformément aux dispositions du Code des assurances. Les investissements des PER en revanche sont relativement peu réglementés. Les titres de créance ne peuvent représenter que 65 % maximum de leurs actifs ; par ailleurs, ils sont soumis à certaines règles de division des risques. Il est en particulier interdit aux PER d'avoir une participation significative au capital d'une société, ce qui risquerait de fausser leur finalité qui doit avant tout être dédiée à l'intérêt de leurs adhérents et non à la poursuite d'une quelconque autre activité qui pourrait se révéler contraire à cet intérêt.

établissements financiers, la question peut se poser avec une particulière acuité.

L'adéquation du capital social et éventuellement des réserves des FER au montant de leurs engagements est évidemment un point essentiel de toute analyse d'appréciation de risque. Les décrets d'application de la loi Thomas devaient préciser le montant minimum du capital social des FER. Les chiffres communément avancés varient entre 50 et 100 millions de francs, ce qui n'est certes pas négligeable mais devrait être apprécié en fonction du volume des engagements du FER, tant vis-à-vis des adhérents que des contreparties, spécialement dans le cas d'utilisation de produits dérivés. En fait, le mode de fonctionnement des FER devrait être assez proche de celui des compagnies d'assurance et les critères de notation applicables en l'espèce devraient pouvoir être utilisés, jusqu'à un certain point en tout cas.

## Utiliser les critères d'évaluation des Opcvm

De même, les critères utilisés pour la notation des Opcvm pourraient eux aussi contribuer à l'analyse des FER et de leur PER, encore qu'il existe des différences notables entre ces structures. Alors que pour les Opcvm, les mouvements de souscriptions ou de rachats sont le plus souvent fréquents et volatils, ils sont par construction plus rigides dans le cas des FER. Les entre-

prises qui souscrivent à un PER ne peuvent modifier leur choix que de façon restrictive, selon des modalités précises et un calendrier fixé contractuellement à l'avance. Pour le PER, ce système a l'avantage d'une certaine prévisibilité, mais l'inconvénient aussi de reposer sur la qualité et la volonté de souscripteurs qui peuvent être en nombre très limité, voire unique pour un PER donné.

Pour les adhérents individuels, la faculté de changement de PER ne leur est accordée qu'au bout de dix ans et n'est renouvelable qu'une fois. La sortie normale d'un adhérent est alors relativement prévisible, sous réserve de changements éventuels des règles de départ en retraite. En tout état de cause, en raison de la concentration vraisemblablement très forte des souscripteurs à un PER, l'analyse de la qualité et des objectifs de ces derniers ne devra pas être négligée. Dans la mesure où les comités de surveillance définissent la politique de gestion de chaque PER, l'analyse devra aussi s'interroger sur les risques de conflits potentiels entre souscripteurs et conseils de surveillance.

En revanche, les critères utilisés dans la notation des Opcvm et concernant la qualité de l'organisation administrative de la gestion (*front, middle et back-office*), la qualité de crédit du dépositaire, les contrôles internes mis en place, la nature des interventions des commissaires aux comptes... devraient trouver là leur pleine

## 2 La réponse d'autres pays

La France n'est pas le seul pays confronté au problème de la retraite ; tous les pays occidentaux, du fait de leur structure démographique, doivent ou ont dû y faire face.

- Aux États-Unis, au régime de base obligatoire auquel contribuent 94 % des salariés américains et qui est géré en répartition mais n'assure que 34 % du salaire pour une retraite à 65 ans, les entreprises ont ajouté un système de fonds de pension bénéficiant d'avantages fiscaux : les cotisations versées à un fonds distinct de l'entreprise sont déductibles de l'impôt sur les sociétés ainsi que les plus-values financières générées par les montants déposés. Ce type de régime couvre environ 48 % des salariés américains, mais ce chiffre cache de grandes disparités en

fonction de la catégorie des salariés, de leur ancienneté et de la taille des entreprises... Les fonds de pension qui représentaient au début de 1994 des actifs de 4 567 milliards de dollars sont détenus par des trusts qui en gèrent à peu près le tiers, la gestion des autres fonds étant déléguée à des opérateurs extérieurs : compagnies d'assurance vie, consultants ou banques. Ces fonds ont une puissance économique considérable : à la fin de 1993, ils détenaient près de la moitié du capital des vingt-cinq premières sociétés des États-Unis, 30 % des actions cotées sur les bourses américaines et 35 % des obligations cotées. Malgré leur puissance apparente, les fonds américains ne sont pas exempts de problèmes : la tendance au désengagement

des entreprises, le vieillissement de la population et la hausse du montant des pensions risquent d'entraîner, dans les dix années à venir, une baisse des prestations servies et de créer là aussi un problème politique majeur.

- Résultat d'un siècle d'histoire mouvementée, le système des retraites britannique est particulièrement complexe. En pratique, tout retraité bénéficie d'une pension versée par l'État à laquelle s'ajoute un versement complémentaire provenant, entre autres possibilités, d'un fonds de pension. Il existe environ 100 000 fonds de pension de tailles très différentes investis essentiellement en actions, anglaises ou étrangères, et gérés par des trusts

indépendants des entreprises. Cette dernière mesure a été édictée par le «Pension Act» en 1995 après l'affaire Maxwell qui avait vu la disparition des fonds de pension des salariés du groupe. En tout état de cause, le système britannique de retraite est sujet à de nombreuses interrogations qui pourraient conduire à des réformes profondes dans les prochaines années. De fait, il s'agit bien là d'une préoccupation générale dans tous les pays occidentaux. C'est pourquoi, dans son Livre vert du 5 juin 1997, la Commission européenne souligne la nécessité, pour tous les états membres, de favoriser la création de régimes de retraite par capitalisation qui seraient en mesure de compléter les régimes par répartition.

application. Par ailleurs, la méthodologie mise au point par la société Fund Research-désormais intégrée à Standard and Poor's pour apprécier la gestion d'une entité d'investissement, au travers de la qualité de son organisation administrative, du professionnalisme et de la compétence de ses gérants, peut également être utile.

## Apprécier la qualité des actifs

L'appréciation de la qualité de crédit des actifs en portefeuille ne peut manquer non plus d'être un élément clef d'une notation. L'analyse de la qualité des instruments de dette qui pourront représenter jusqu'à 65 % des encours des PER ainsi que celle des contreparties qui seront amenées à intervenir pour les opérations de pensions, de swaps, de futures, ne pose aucun problème de principe.

Par contre, l'étude des autres types d'actifs détenus par les PER : actions, parts de FCP à risque... sera plus délicate et nécessitera la mise en place d'outils appropriés. Là encore, l'expérience en matière de notation de fonds investis en action devrait permettre de déterminer des critères pertinents pour ce type d'analyse.

Quant à l'évaluation du risque de taux et de tous les risques liés à l'utilisation des produits dérivés, elle apparaît à l'évidence comme fondamentale car il s'agit vraisemblablement des risques les plus sérieux que puisse courir un fonds, susceptibles à l'extrême de mettre en péril son existence. Les différentes études menées par Standard and

Poor's dans ce domaine sont de nature à apporter une réponse sur ce point particulièrement délicat.

Enfin, l'analyse de la performance des fonds qui ne présente un réel intérêt que si elle permet d'avoir une certaine prédictibilité pourra être entreprise à partir des éléments connus du passé, mais aussi de la politique d'investissement retenue et de certains modèles actuariels qui pourraient être mis au point.

A ce stade, il paraît difficile, voire arbitraire de déterminer plus précisément ce que pourrait être la notation d'un Fonds d'épargne retraite. La loi est encore susceptible de modifications, les décrets d'application peuvent eux aussi apporter des éléments différents.

## Élaborer une approche adaptée

Néanmoins, quel que soit le cadre réglementaire définitivement fixé, il ne pourra être que très général et il sera toujours utile, sinon indispensable, pour les différents intervenants : actionnaires, souscripteurs, adhérents... d'avoir une connaissance beaucoup plus détaillée des fonds de retraite qui leur seront proposés. La notation classique, mais aussi des analyses quantitatives et qualitatives telles que celles décrites précédemment, pourront participer au développement d'une approche plus globale, tout en étant suffisamment précise et exhaustive pour répondre de façon pertinente aux attentes des différents intervenants. ■