



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

ÉTUDES

*Etude
sur les moyens d'améliorer
l'apport des fonds de pension
aux marchés des capitaux
dans les pays de la CEE*

✓ Les moyens
d'améliorer l'apport
des fonds de pension
aux marchés des capitaux
dans les pays de la CEE

TABLE DES MATIERES

	Pages
INTRODUCTION	7
CHAPITRE I	
<i>Répartition, Capitalisation et Epargne - Aspects théoriques - Considérations générales</i>	9
1. Fonds de répartition	9
2. Fonds capitalisé	10
3. Apport aux marchés des capitaux	12
CHAPITRE II	
<i>Les Fonds de Pension et leurs avoirs - La Situation actuelle</i>	15
1. Royaume-Uni	15
2. Etats-Unis	16
3. Hollande	17
4. Allemagne	18
5. Italie	21
6. Belgique	22
7. France	23
CHAPITRE III	
<i>La Croissance possible des fonds de pension</i>	25
1. Données statistiques et estimations	25
2. Portée de l'analyse	25
3. Hypothèses de base	26
4. Cadre conceptuel	27
5. Prévisions relatives à l'affiliation	28
6. Prévisions relatives aux prestations	28
7. Prévisions relatives aux réserves des fonds	31
8. Principales conclusions	34
CHAPITRE IV	
<i>Réformes favorisant la sécurité et le développement des fonds de pension ainsi que leur apport aux marchés des capitaux</i>	39
1. La constitution de fonds de pension sous forme de comptes dans les bilans des entreprises (Allemagne et Italie)	39
2. La forme juridique des caisses de retraite	41

3. Dans les pays où le système en vigueur est celui de la répartition	42
4. La situation fiscale des fonds de pension	43
5. Réglementation des caisses de retraite	44

ANNEXES DU CHAPITRE III	49
-------------------------	----

Liste des tableaux

Tableau 1 - Tendances de l'emploi privé non agricole (EPN)	29
Tableau 2 - Prévisions du taux d'affiliation	29
Tableau 3 - Salariés affiliés par pays et par type principal de fonds	30
Tableau 4 - Prévisions relatives aux pensionnés	30
Tableau 5 - Prévisions des salaires et traitements nets par travailleur (non agricole)	32
Tableau 6 - Prestations de vieillesse de l'Etat en % des salaires moyens non agricoles	32
Tableau 7 - Prévisions des formules de prestations	32
Tableau 8 - Prévisions du volume des prestations complémentaires	33
Tableau 9 - Tendances dans le rapport RPA/PM dans l'ensemble des fonds capitalisés	33
Tableau 10 - Réserves des fonds de pension privés non assurés	34
Tableau 11 - Réserves des fonds privés partiellement capitalisés et des fonds publics	35
Tableau 12 - Croissance des fonds de pension privés non assurés dans les pays de la CEE	35
Tableau 13 - Cash-flow net des fonds capitalisés et partiellement capitalisés	36
Tableau 14 - Investissements nets par fonds autonomes	36
Tableau 15 - Cotisations à l'ensemble des fonds de pension privés	37
Tableau 16 - D'autres implications des prévisions	37

LES MOYENS D'AMELIORER L'APPORT DES FONDS
DE PENSION AUX MARCHES DES CAPITAUX DANS
LES PAYS DE LA CEE

Cette étude des modalités susceptibles de développer l'apport des fonds de pension aux marchés des capitaux des pays de la CEE, a été entreprise par l'Union Internationale d'Analyse Economique et Financière EUROFINANCE à la demande de la Direction générale des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes. Le présent rapport a été rédigé par M. Anthony de Jasay, directeur d'Eurofinance, et les opinions et recommandations qui y sont exprimées ne reflètent pas nécessairement celles de la Société qu'il représente.

Cette étude ne préjuge pas non plus l'opinion de la Commission des Communautés européennes et constitue seulement un point de départ pour les travaux qu'elle pourrait mener en cette matière.

INTRODUCTION

Les études antérieures relatives aux problèmes des marchés des capitaux dans les pays membres de la Communauté Européenne, patronnées tant par la Commission de la Communauté que par d'autres organismes publics ou privés, ont déjà signalé la contribution importante que l'épargne contractuelle pourrait apporter à l'élargissement de ces marchés et à l'amélioration de leur stabilité et de leur fonctionnement. On a pu conclure que l'épargne liée aux conditions d'emploi constitue une forme contractuelle particulièrement dynamique et prometteuse⁽¹⁾. La présente étude fournit de plus amples détails à ce sujet. Elle a pour but ultime de pouvoir définir les modalités et les principes directeurs qui seraient de nature à favoriser le développement de cette source d'épargne et son apport au marché financier.

Ce rapport se limite essentiellement à l'étude de l'épargne constituée par voie de fonds de pension, permettant grâce aux cotisations de l'employeur et des salariés, de verser des prestations-retraite venant s'ajouter aux allocations-vieillesse servies par les régimes nationaux de Sécurité Sociale. Il faut, cependant, faire allusion aussi à ceux-là, car le rôle actuel et éventuel des régimes de retraite privés dépend largement des caractéristiques du régime national et, en particulier, de la mesure dans laquelle les prestations fournies par ce dernier sont fonction du salaire perçu par le prestataire juste avant son départ à la retraite ou, dans certains cas, du total des salaires perçus lors de sa vie active. Les systèmes privés basés sur le versement des cotisations à une compagnie d'assurances (caisses assurées) ne sont pas considérés explicitement, étant donné qu'ils sont pratiquement assimilables à l'assurance-vie, sujet qui mériterait à lui seul une étude distincte; par ailleurs, la ventilation des données statistiques relatives à la branche des assurances ne permet pas, dans la plupart des cas, la séparation des données se référant aux seuls fonds de pension assurés.

En définissant la portée du rapport, il a fallu, pour des raisons d'ordre pratique, accepter quelques contradictions. Ainsi, quoique l'étude des fonds de pension capitalisés en constitue le sujet central, nous avons été amenés à parler des régimes de retraites complémentaires français qui s'inspirent du principe de la répartition, étant donné que ceux-ci ont procédé à une certaine accumulation de réserves et semblent susceptibles de continuer à le faire à l'avenir. De plus, bien que les régimes étudiés soient pour la plupart une émanation des rapports entre employeur et employés et basés, de ce fait, sur une convention volontaire, nous avons également inclus les fonds de licenciement italiens, bien que les cotisations à ces derniers soient imposées par la loi. De même, nous incluons, d'une part, certains fonds établis au niveau d'une

profession quoique la participation y soit obligatoire dès lors que la majorité des entreprises d'un secteur d'activités donné y ont adhéré, d'autre part certains fonds de prévoyance allemands qui ne reposent sur aucune base contractuelle.

Le chapitre I comprend un bref résumé de certains aspects théoriques et conceptuels afin de faciliter la discussion ultérieure de problèmes plus concrets.

Le chapitre II est consacré à un examen de la situation actuelle des fonds de pension, du cadre juridique et fiscal régissant leur fonctionnement, et, dans la mesure où les données statistiques le permettent, de leur importance quantitative d'une part aux Pays-Bas, en Allemagne, en Italie, en Belgique et en France, d'autre part, dans certains pays non-membres de la Communauté (tels le Royaume-Uni et les États-Unis où l'importance des apports des fonds de pension au marché financier permettrait de tirer certaines conclusions significatives). Nous présentons également quelques cas-témoins tirés de l'expérience acquise par EUROFINANCE, afin de mettre en évidence certains problèmes ou tendances, bien que les données réelles aient été modifiées suffisamment pour rendre impossible l'identification directe de la société intéressée.

Le chapitre III renferme une analyse, essentiellement quantitative, de l'apport futur des fonds de pension, d'une part, à l'épargne globale, d'autre part, aux marchés des capitaux, en supposant le maintien du cadre juridique et fiscal actuel. Les prévisions présentées s'étendent jusqu'en 1980 et tiennent compte des phénomènes démographiques, de la couverture future probable des caisses de retraite, des niveaux futurs de prestations et des salaires ainsi que d'autres tendances d'ordre économique.

Le chapitre IV présente certaines propositions de réformes de la réglementation des fonds de pension, de la législation fiscale, etc... et en examine les conséquences probables. Certaines de ces réformes seraient souhaitables afin d'assurer la sauvegarde de cette masse croissante d'épargne et d'écartier certains dangers latents et déséquilibres qui, pour être tolérables aujourd'hui, n'en pourraient pas moins devenir inquiétants dès lors que les montants en jeu prendraient de l'importance.

D'autres réformes visent à accélérer l'accroissement de l'épargne qui transite par les fonds de pension, et à canaliser ces ressources vers le marché des capi-

(1) Rapport sur « Le Développement d'un Marché Européen des Capitaux » Chap. 2, §§ 8 et 27, Chap. 12 et 20, Commission de la Communauté économique européenne, Bruxelles, Novembre 1966.

taux sans opérer une discrimination à l'égard de certains de ses secteurs et sans entraver la diversification des investissements sur le plan géographique.

Cette étude s'est heurtée à des obstacles considérables du fait que le sujet traité n'a pas encore fait l'objet de recherches détaillées dans les pays du Marché Commun dont les statistiques sont incomplètes, voire dans certains cas inexistantes, et dont la terminologie employée, les concepts et les institutions diffèrent à

un tel point qu'une analyse uniforme se révèle difficile, sinon impossible. On peut espérer que l'attention actuellement portée aux fonds de pension par la Direction Générale des Affaires Economiques et Financières de la Commission de la Communauté Economique Européenne, engendrera un intérêt croissant pour cette question de la part des gouvernements nationaux et fera progresser à la fois les connaissances quantitatives et la compréhension des problèmes auxquels il faut faire face.

CHAPITRE I

Répartition, Capitalisation et Epargne - Aspects théoriques - Considérations générales

Mise à part l'habitude très ancienne qui consiste à épargner lors de sa vie active afin de constituer une réserve pour les années de retraite (c'est-à-dire les efforts entrepris à titre individuel, soit directement, soit par le truchement d'une assurance mixte survie-décès) il existe deux méthodes institutionnalisées qui permettent de pourvoir à ses vieux jours. Cependant, une version idéale de l'une ou de l'autre ne se rencontre que rarement; à la limite, l'une englobe certaines caractéristiques de l'autre et s'y confond. Afin de mettre en évidence les aspects conceptuels, il convient d'établir une distinction assez précise entre ce qui peut être dénommé le régime de transferts courants (répartition) et celui de la capitalisation.

1. La mise en oeuvre du régime dit de répartition entraîne un prélèvement sur les revenus courants de l'ensemble ou d'un sous-ensemble de la population active et son versement aux retraités (ou aux personnes à charge qui leur survivent), bien qu'il puisse ne pas y avoir égalité entre les deux montants globaux. Ce transfert peut intervenir grâce à un accord volontaire de redistribution des revenus au sein d'un groupe restreint de salariés et de retraités (il peut s'agir, particulièrement, d'un groupement professionnel, d'une industrie ou de façon plus concrète d'une Caisse de Retraite Complémentaire). Il peut également être effectué par l'intermédiaire du fisc, auquel cas on aura recours pour son financement, partiellement à des cotisations versées par toute la population active ou une partie de celle-ci et, partiellement au système général d'impôts (la plupart des systèmes nationaux de retraite sont de cette nature).

Le régime de répartition est profondément enraciné dans l'histoire sociale; on peut considérer qu'il est dans la lignée directe du principe qui veut que les enfants dans la pleine fleur de l'âge subviennent aux besoins de leurs parents âgés. Dans le cadre de cette étude, nous ne considérerons pas l'application de ce système à une seule famille, mais à des collectivités plus larges telles qu'une firme, une profession, une industrie, voire la nation tout entière. Il exprime la solidarité entre groupes d'âge; sa stabilité et sa continuité dépendent essentiellement de la volonté collective de maintenir cette solidarité.

Il est manifeste que le fait de pourvoir à la vieillesse par le truchement d'un régime de répartition n'a aucune répercussion directe sur l'épargne, l'accumulation du capital ou le marché des capitaux. Toutefois, certains effets indirects peuvent s'exercer sur l'épargne, effets qui ont fait couler beaucoup d'encre, et dont la mesure est difficile sinon impossible, quoique l'on s'accorde généralement sur leur sens.

a) Dans la plupart des cas, un transfert des revenus de la population active au profit de l'ensemble des retraités équivaut à un transfert d'un groupe de personnes à revenus élevés à un autre dont les revenus sont relativement moins importants. En tant que tel, on suppose généralement que ce transfert entraînera une diminution de l'épargne totale, même si la propension marginale à l'épargne à l'intérieur de chacun des groupes ne varie pas.

b) On accepte généralement moins bien la thèse selon laquelle la population active se croyant en sécurité en ce qui concerne ses moyens d'existence lors de la retraite, se voit priver totalement ou en partie de l'un des éléments qui la pousse à l'épargne, à savoir la nécessité de pourvoir à sa propre vieillesse. Les études empiriques menées sur cette question n'ont établi aucune preuve concluante à ce sujet.

c) Dans la mesure où les caisses de retraite gouvernementales sont financées par imposition générale (en d'autres termes, lorsque dans le cadre d'une caisse gouvernementale, les prestations versées dépassent le montant des cotisations courantes), il existe un frein supplémentaire à l'épargne totale, indépendant de celui mentionné au paragraphe a) ci-dessus, tout au moins dans le cas où l'on applique des barèmes progressifs d'imposition des revenus marginaux. Mettre à la disposition des retraités des revenus au moyen d'un système d'imposition progressive équivaut à réduire le revenu après impôts des sociétés et des personnes à revenus élevés, deux catégories dont la propension à l'épargne tend justement à être supérieure à la moyenne.

d) Toutefois, en présence d'un système gouvernemental de retraite, il peut y avoir un autre effet de nature à compenser au moins en partie les influences négatives énumérées plus haut. Cet effet entre en jeu lorsque la Caisse en question est excédentaire, les cotisations courantes dépassant ce qui est nécessaire pour assurer le barème de prestations pratiqué. En effet, étant donné que les cotisations ne sont imposées que jusqu'à un certain plafond, et qu'aucun revenu au-delà de ce plafond ne donne lieu à une cotisation, elles sont assimilables à un impôt régressif dont l'effet sur l'épargne sera symétrique mais de sens opposé à celui évoqué au paragraphe c) ci-dessus.

On pourrait longuement préciser ces thèses sans pour autant augmenter la somme de nos connaissances quantitatives. Le mieux semble de conclure qu'un régime de répartition risque de diminuer plutôt que d'augmenter le montant global de l'épargne mais qu'au total, cet effet ne sera pas d'une très grande portée.

Comme la suite le montrera, de nombreux systèmes qui devaient essentiellement fonctionner selon le seul principe de la répartition revêtent en l'occurrence des caractéristiques mixtes; autrement dit, il y a accumulation temporaire ou permanente de réserves et, de ce fait, une contribution à l'épargne courante. Dans la mesure normalement assez limitée où il en est ainsi, ces systèmes appartiennent à l'autre grande catégorie étudiée ici, celle de la capitalisation.

Dans un régime de capitalisation, toute la provision ou une partie de celle-ci, ayant pour but de pourvoir à la vieillesse, est constituée par des fonds accumulés antérieurement par l'ensemble même des personnes dont la retraite est à assurer (cotisations des salariés) ou pour leur compte (cotisations patronales). Bref, et par opposition au régime de répartition, il s'agit ici de gens qui ont *eux-mêmes* fait le nécessaire lors de leur vie active, ne comptant point sur leurs enfants. Un tel système ne présuppose donc aucun sens de solidarité entre groupes d'âge. Si nous faisons état ici de cette distinction, ce n'est nullement parce que nous nous inspirons d'une éthique familiale ou sociale quelconque mais parce que cette distinction permet d'éclairer une proposition parfois avancée, selon laquelle, du point de vue de la comptabilité nationale, il n'y a aucune différence entre les deux systèmes.

On soutient à ce propos que la méthode de financement utilisée (qu'il s'agisse de la répartition ou de la capitalisation) ne modifie en rien les sources et emplois du produit national de la période courante; quelles que soient les modalités adoptées, pourvoir à la vieillesse par voie institutionnelle entraîne un transfert de ressources susceptibles d'être consommées, des moins âgés envers les plus âgés de la population. Toutes choses égales d'ailleurs, ce diagnostic n'est pas sans valeur; il a, en particulier, le mérite de mettre l'accent sur les ressources réelles et non sur les méthodes de financement. Mais comme nous le verrons plus loin, c'est un diagnostic qui fait abstraction de l'influence des méthodes de financement pratiquées sur l'accumulation antérieure des capitaux (et partant, sur le niveau actuel du produit national), de même qu'il néglige son influence sur le taux actuel de formation de capital.

2. La capitalisation dans sa forme la plus simple et la plus pure est la suivante : il s'agit d'un ensemble ou sous-ensemble de salariés (employés, employeurs ou les deux) versant des cotisations à une caisse, le taux de ces cotisations étant calculé comme suit: si l'on suppose que la cotisation est versée régulièrement pendant toute la période active, le montant du fonds au moment de la retraite, devrait être juste égal à la valeur actualisée des versements de retraite prévus pendant la durée probable de la retraite de chaque intéressé (ou de son survivant). On peut utiliser de nombreuses variantes à ce système qui n'affectent

en rien le principe même ou ne modifient à la rigueur que légèrement les effets économiques de son fonctionnement.

Etant donné qu'il s'agit de constituer un capital, il est facile de déterminer les conséquences directes sur l'épargne. Dans un cas limite théorique, d'une distribution d'âge statique, d'un nombre invariable de participants à un régime de retraite dont la structure des gains est invariable durant leur vie active et d'une pension immuable, la contribution à l'épargne aura un caractère déterminé une fois pour toutes. L'épargne se poursuit tandis que le montant du fonds se constitue à partir de zéro jusqu'à un niveau déterminé en vertu de l'application des principes actuariels; à ce moment-là, toute autre accumulation de ressources prend fin. Plus précisément, le taux d'accroissement de la caisse tend vers zéro, de façon asymptotique. Les allocations de retraite versées à partir de ce moment absorbent totalement les cotisations courantes et le revenu (intérêts, dividendes, etc...) produit par le fonds et ce dernier se perpétue à un niveau inchangé.

Si l'on considère cette situation au niveau de l'économie dans son ensemble, le choix du système de capitalisation plutôt que celui du transfert a comme effet d'aboutir à un stock de capital dans l'économie dont le niveau est supérieur à ce qu'il aurait été dans l'autre cas. Citons, entre autres conséquences directes *a*) un produit national plus important (l'hypothèse étant admise que ce niveau est une fonction croissante du capital *b*) un rythme d'accroissement plus rapide du stock de capital (puisque toute accumulation du capital, autrement dit l'épargne courante, est supposée être une fonction croissante du produit national) *c*) et ainsi de suite, pour une série infinie et convergente d'effets secondaires.

Dans les faits, il est peu vraisemblable que la population active, sa structure d'âge ou ses revenus soient constants. Une progression des revenus auxquels s'associe une progression des retraites escomptées (et en particulier la tendance à établir un rapport entre la retraite et les gains immédiatement précédant la retraite, notamment dans des programmes de retraite non assurés) feront en sorte que la majorité des fonds de retraite ne devraient jamais atteindre la « maturité » au sens statique mentionné ci-dessus et que leur total devrait augmenter (bien qu'à un taux qui après un certain temps décroîtra dans un avenir indéfini).

Les conséquences indirectes sur l'épargne de la méthode de capitalisation des retraites sont, en puissance, plus importantes et plus complexes à analyser que celles du système de transfert (répartition).

a) En ce qui concerne l'épargne privée, il serait tentant de supposer que toute accumulation importante d'avoirs dans les caisses de retraite pour le compte des futurs retraités devrait nettement freiner leur

propension à accumuler d'autres actifs durant leur vie active. Cette tendance devrait, en principe, être renforcée par l'application du principe du droit acquis; plus importants et plus précis seront les droits de propriété à une partie du fonds à laquelle a droit le futur retraité avant sa retraite, plus fort devrait être son sentiment de détenir véritablement une partie des réserves mises en commun dans ce fonds et, par conséquent, plus faible devrait être sa propension à entreprendre d'autres formes d'épargne. La base théorique de cette hypothèse est la suivante : alors que les droits à la retraite sont un substitut imparfait aux avoirs personnels (en disponibilité libre), le droit acquis à 100% portant sur la totalité des fonds accumulés pour le compte d'un futur retraité (contributions de l'employeur et de l'employé augmentées des revenus antérieurs assimilés aux réserves) les rend pratiquement librement disponibles et en fait un substitut presque parfait à d'autres avoirs personnels. Par conséquent, les fonds de pension (particulièrement, si le droit acquis survient assez rapidement) devraient limiter toute autre forme d'épargne privée.

Il convient de souligner que l'on n'a jamais trouvé de corrélation qui puisse témoigner de la valeur de cette hypothèse dans des recherches empiriques en matière d'épargne privée. Aux Etats-Unis, l'accumulation annuelle nette d'épargne par le canal de programmes privés de retraite représente en gros un tiers de l'ensemble de l'épargne privée telle qu'elle est définie dans la Comptabilité Nationale. Cette proportion élevée révèle qu'aux Etats-Unis, l'épargne par le biais des programmes de retraite n'est plus une simple contribution marginale à l'ensemble de l'épargne privée. Cependant, malgré leur poids relativement important, des recherches économiques récentes concernant le comportement de l'épargnant ont conclu que la présence ou l'absence des droits à la retraite n'a pas d'influence perceptible sur la propension personnelle à épargner sous d'autres formes⁽¹⁾. Si l'on désire schématiser les conclusions de ces recherches, on pourrait dire que, contrairement à un raisonnement a priori, les personnes ayant des droits à des caisses de retraite, consacrent en plus de ces droits, à peu près la même proportion à l'épargne sur le revenu courant que celles qui n'ont pas de droits de retraite. On peut donc considérer que les cotisations accumulées représentent totalement ou presque totalement un supplément net à l'ensemble de l'épargne privée — les conséquences négatives indirectes étant négligeables ou presque.

b) Il faut examiner maintenant les conséquences négatives éventuelles sur l'épargne des sociétés. L'on soutient parfois que si, en plus des salaires, les sociétés doivent aussi contribuer à assurer les retraites de vieillesse de leur main-d'oeuvre au sens le plus large du terme, leurs coûts augmentent et leurs profits diminuent d'autant. Il s'ensuit que l'augmentation apparente et directe de l'épargne due à l'accumulation

de fonds de retraite, doit être minorée pour tenir compte de la réduction des bénéfices de sociétés multipliés par le facteur représentant la propension nette à l'épargne sociétaire; ce facteur peut s'établir entre 30% et 50% de l'ensemble des bénéfices nets de sociétés.

Le comportement des sociétés en matière d'épargne ne se prête pas aux méthodes d'enquête par échantillonnage ou entrevue couramment utilisées lorsqu'il s'agit d'analyser l'épargne des personnes ou des ménages. Par conséquent, en étudiant l'argumentation ci-dessus, nous ne pouvons recourir à des résultats empiriques. Néanmoins, nous nous croyons bien fondés à penser qu'il est relativement invraisemblable que l'accumulation des fonds de pension financée par l'employeur ait une influence négative *importante* sur les bénéfices et, par conséquent, sur l'épargne des sociétés.

L'historique des prestations de vieillesse financées par l'employeur au sein d'une entreprise tend à démontrer que cette politique a été entreprise autant par intérêt éclairé que par paternalisme, altruisme ou toute autre motivation sociale. L'employeur considérerait que le fait d'accorder des droits à la retraite stabiliserait sa main-d'oeuvre et en accroîtrait la productivité. Le fait qu'aux premiers temps de l'établissement des caisses de retraite, le droit acquis était chose rare et qu'au moment où il quittait l'entreprise l'employé perdait tous ses droits accumulés à la retraite ou tout au moins la partie financée par l'employeur, permet de conclure que l'octroi de droits à la retraite a pour but essentiel de *décourager la rotation* de la main-d'oeuvre. Jusqu'à présent, le droit acquis n'est pratiqué que d'une façon restreinte, même dans les pays qui ont une longue tradition de fonds de retraite privés. Aux Etats-Unis, l'approbation d'un programme de retraite privée par l'Internal Revenue Service ne dépend pas de l'existence d'une clause en faveur du droit acquis⁽²⁾. Au Royaume-Uni, on discute depuis un certain nombre d'années la proposition qui ferait que la présence du droit acquis soit une condition nécessaire à l'approbation d'un programme par le Fisc⁽³⁾; aucune mesure législative n'a été prise jusqu'à

(1) George Katona, *Private Pensions and Individual Savings*, Monograph 40, Survey Research Center, Ann Arbor, Mich., 1965.

Phillip Cagan, *The Effect of Pension Plans on Aggregate Saving: Evidence from a Sample Survey*, New York, NBER, 1965.

(2) Bien que le President's Committee on Corporate Pension Funds ait préconisé une révision du Code des Impôts, suivant laquelle la moitié des droits accumulés au bout de 15 ans de présence dans une même entreprise serait considérée comme acquise et que la totalité des droits serait acquise au bout de 20 ans. (Cf. President's Committee on Corporate Pension Funds and Other Private Retirement and Welfare Programs, Public Policy and Private Pension Programs (Washington, D.C.: US Government Printing Office, January 1965).

(3) Voir le Livre Blanc du Ministère du Travail sur « Preservation of Pension Rights », Avril 1966 (le maintien des droits en matière de retraite).

présent. Dans tous les pays dont nous avons étudié la législation, le droit acquis à la retraite dans des caisses de retraite au sein des entreprises reste une matière d'accord volontaire.

A une époque plus récente, particulièrement dans des pays tels que le Royaume-Uni, les Etats-Unis, la Hollande et l'Allemagne, où l'octroi par les entreprises d'une retraite privée est très répandu, employeurs et employés considèrent de plus en plus que les retraites font partie intégrante du montant total du salaire. Lors des négociations collectives entre syndicats et patronat, la discussion tend à se porter davantage sur l'ensemble de la rémunération avant et pendant la retraite (salaires et avantages sociaux) plutôt que sur le simple salaire net. Pour des raisons politiques complexes que nous n'avons pas besoin d'analyser ici, il semble même que certains syndicats américains ont prêté dernièrement plus d'attention aux droits à la retraite qu'aux salaires proprement dits, au moment de la négociation collective (United Automobile Workers). Par conséquent, on est de plus en plus réaliste lorsque l'on considère que les retraites sont des salaires différés et que le montant des salaires présents et différés est conjointement déterminé par un certain mécanisme du marché auquel sont soumises toutes les entreprises d'une même industrie dans le même climat de concurrence. La répartition de la valeur ajoutée par le secteur des sociétés entre le profit et la rémunération du travail ayant été déterminée par ce même mécanisme du marché, on ne peut pas supposer qu'elle peut être influencée (au détriment des bénéficiaires) du fait qu'une partie de la rémunération du travail prend la forme de salaires différés sous forme de retraites.

3. Conclure que financer la retraite par voie de capitalisation plutôt que par répartition est un puissant facteur d'épargne, n'implique en soi aucune fin spécifique en ce qui concerne les conséquences sur le *marché des capitaux*. L'identification de ces conséquences particulières nécessite une analyse plus approfondie.

Dans un régime de répartition, par définition, le marché financier n'est aucunement utilisé pour canaliser les ressources (sauf dans la mesure où des réserves sont en cours d'accumulation, c'est-à-dire qu'il s'agit d'un système mixte comportant un certain élément de capitalisation). Les effets nuisibles (probablement mineurs) du système sur l'ensemble de l'épargne seront la réduction, toutes choses égales d'ailleurs, du montant des capitaux fournis au marché. Ils seront vraisemblablement partagés parmi les différents sous-marchés qu'alimente l'épargne privée (logement, comptes-épargne, investissement des ménages et les marchés des valeurs mobilières mais à une plus petite échelle seulement).

Si du jour au lendemain, on devait concevoir, pour une économie nationale donnée, le passage radical d'un régime de répartition à un régime de capitalisation le résultat ferait figure de cataclysme. Dans un régime de capitalisation, les versements courants de retraite représentent entre 1/10^{ème} et 1/40^{ème} du montant total des avoirs du fonds de pension; la proportion exacte est fonction de certains facteurs complexes (la distribution d'âge des participants, le choix entre la capitalisation anticipée ou terminale, la mesure dans laquelle on a accepté, lors de l'instauration du projet, des droits à la retraite découlant de la vie active antérieure au projet, le taux d'intérêt adopté pour les calculs actuariels, etc...); mais cette proportion tend à diminuer au fur et à mesure que le fonds atteint sa « maturité ». Quelques exemples actuels serviront à donner une idée des ordres de grandeur en jeu.

Citons, en premier lieu, le cas des Pays-Bas en 1965. Les allocations versées par les fonds de pension d'entreprises privées et de branches d'industrie se sont élevées à Fl. 278 millions, alors que les réserves mathématiques totalisaient Fl. 10,4 milliards, soit un rapport de 1/37^{ème} (Le fait d'inclure, d'une part, les prestations décès et celles dues aux veuves, d'autre part, les avoirs qui ne sont pas compris dans le calcul des réserves mathématiques, n'aurait pas beaucoup fait varier ce rapport). En Allemagne, les prestations versées en 1966 par 199 fonds privés importants (Pensionskassen) soumises au contrôle fédéral s'élevaient à DM 437 millions, alors que les avoirs correspondants se chiffraient à DM 9,3 milliards — soit un rapport de 1/21^{ème}. On dispose également des éléments approximatifs pour 1965 des caisses d'entreprises privées non contrôlées, constituées par des comptes de provisions dans les bilans des entreprises; ici, les prestations sont estimées à DM 950 millions contre des avoirs totaux (Pensionsrückstellungen) s'élevant à DM 20,1 milliards⁽¹⁾, donc un rapport de 1/21^{ème}. Aux Etats-Unis, en 1966, le montant des prestations est évalué à 1/29^{ème} de celui des avoirs des caisses⁽²⁾; la même source prévoit une proportion de 1/19^{ème} en 1981. On peut estimer que ce chiffre est quelque peu élevé étant donné qu'il s'agit d'une époque lointaine, à laquelle les programmes actuels seront bien plus mûrs qu'ils ne le sont aujourd'hui.

Si dans le cas de la France, on applique un rapport de seulement 1/15^{ème} aux prestations totales de 2.153 millions de francs en 1966 versées par les vingt régimes complémentaires regroupés au sein de

(1) Dr. Dr. Ernst Heissmann, Wiesbaden, « Die Aufwendungen für betriebliche Altersversorgung in der Bundesrepublik, Der Betrieb, 7 October 1966. Estimated by Heissmann, op. cit., based on Statistisches Bundesamt, Fachserie L, Reihe 6: Einkommen und Vermögensteuern, 1962, 1966.

(2) Daniel M. Holland, « Private Pension Funds »: « Projected Growth », p. 56, National Bureau of Economic Research, Columbia University Press, New York, 1966.

L'ARRCO et qui s'inspirent du principe de la répartition, on arrive à des réserves « théoriques » totalisant 32,3 milliards; ce chiffre est supérieur de 27,2 milliards à celui des avoirs réellement détenus à la fin de l'année civile 1966. Si on appliquait un rapport plus élevé se rapprochant davantage de ceux qui se trouvent actuellement en Allemagne ou aux Pays-Bas et, par ailleurs, plus adéquats, étant donné la « jeunesse » relative des caisses réunies au sein de l'ARRCO, le « trou » de 27,2 milliards passe à 40 milliards. L'évaluation avancée ici n'a pas pour but de démontrer l'impossibilité pratique de passer sur-le-champ d'un système de répartition à un autre comportant un contenu de capitalisation que l'on peut estimer raisonnable (il n'existe aucun moyen permettant de créer du jour au lendemain une épargne supplémentaire se chiffrant dans les dizaines de milliards de francs afin de remédier à la carence des années); notre propos est seulement d'attirer l'attention sur l'importance de l'occasion manquée lorsqu'au début l'option se porte sur l'introduction d'un système de répartition.

Du point de vue exclusif des marchés financiers (et mises à part toutes autres considérations de sécurité, de coût, d'efficacité ou d'équité en ce qui concerne les relations entre groupes d'âge), il est évident que la capitalisation représente une forme « supérieure » et plus élaborée que la répartition lorsqu'il s'agit de systèmes de retraite. Toutefois, même dans le cadre du seul système de capitalisation, on constate l'existence de variantes « inférieures » et « supérieures ».

On peut classer comme inférieur le système selon lequel les réserves d'une caisse s'établissent par voie de constitution d'un compte de provisions dans le bilan des entreprises où travaillent les ayants droit. En effet, la plupart des réserves de caisses de retraite en Allemagne (Pensionsrückstellungen) ou de réserves de fonds de licenciement ou de retraite en Italie (fondi di licenziamento) sont représentées par de simples écritures comptables dans les bilans. Selon cette méthode de capitalisation, l'employeur « se prête » chaque contribution annuelle; la réserve, de ce fait, devient une dette due par l'entreprise au fonds de retraite. Il n'existe aucune détermination d'une partie correspondante des avoirs de l'entreprise de même que les engagements envers les réserves de pension ne jouissent d'aucune priorité dans le cas de la liquidation ou de la faillite de l'entreprise (contrairement à ce qui se passe dans le cas d'arrérages de salaires, ou de dette nantie). Ainsi, les transferts aux provisions de pension semblent jouer le même rôle que n'importe quelle autre forme d'autofinancement. C'est là, en l'occurrence, ce qui semble être l'intérêt principal de cette méthode : l'argent « reste dans la société » et, toutes choses égales d'ailleurs, la société recourt moins à des sources de financement extérieures, généralement coûteuses. On peut contester que l'avantage de ce procédé soit aussi réel que ne le soutien-

nent ses partisans; nous reprendrons cette question plus loin.

Pour ce présent chapitre, il suffit d'indiquer que le recours à cette modalité diminue l'offre aussi bien que la demande sur le marché des capitaux, d'un montant que l'on peut supposer égal des deux côtés. En d'autres termes, si les entreprises allemandes et italiennes au lieu d'utiliser la méthode de constitution d'un compte de provisions dans les bilans, établissaient des fonds de pension séparés comme le font les entreprises américaines, britanniques, néerlandaises et, dans une certaine mesure, belges, elles ressentiraient davantage la nécessité d'avoir recours à des sources extérieures de capitaux; mais ces capitaux seraient plus faciles à réunir en même temps que le marché financier dans son ensemble deviendrait notablement plus large et plus fluide. L'ensemble de l'épargne et de l'investissement ne seraient pas modifiés mais leur composition varierait du fait que le mécanisme allocatif du marché financier agirait sur une partie importante de l'épargne totale, partie, qui à l'heure actuelle, échappe à son action.

Toute forme évoluée de capitalisation, que le fonds s'établisse au niveau de l'entreprise, du secteur industriel, de la profession ou par l'intermédiaire de compagnies d'assurance-vie, emploie son « cash-flow » sur le marché des capitaux. Les pouvoirs en matière de sélection d'investissement dont jouissent les différents fonds déterminent la mesure dans laquelle le mécanisme allocatif du marché sera à même de réaliser une distribution efficace des ressources ainsi recueillies.

Les activités des fonds privés non assujetties au contrôle des pouvoirs publics ne dépendent que de leurs propres statuts et des principes d'investissement formulés par leurs conseils d'administration. (Ces derniers ont d'ailleurs souvent tendance à adopter une vue discutable lorsqu'il s'agit de déterminer ce qui est prudent. Les délégués des employés siégeant au conseil sont particulièrement enclins à suivre une politique et des règles d'investissement périmées et peu avantageuses, s'étant fait une idée quelquefois assez fautive de ce qui est conservateur, orthodoxe et prudent.)

Lorsque des fonds privés sont placés sous le contrôle et la surveillance d'un organisme d'État (comme c'est le cas en Allemagne, aux Pays-Bas et dans certaines circonstances en Belgique), certaines limitations à leur pouvoir en matière d'investissement leur sont imposées. Ces règlements et leur répercussion sur le rôle joué par les caisses de retraite dans le marché financier seront examinés en détail aux Chapitres II et IV. Nous nous bornerons, pour l'instant, à quelques observations d'ordre général.

a) Dans les pays du Marché Commun où cette réglementation a une grande portée pratique (Allemagne, Belgique et Pays-Bas), c'est au fonds lui-même qu'elle

s'applique (c'est-à-dire l'importance et les proportions admissibles de chaque catégorie d'investissement qui peuvent le composer). Aux États-Unis et au Royaume-Uni (hormis certaines règles destinées à assurer que le fonds ne devienne pas une source captive de capitaux pour l'entreprise qui le patronne), ce sont les pouvoirs et le mode de conduite du gérant (trustee) du fonds qui sont visés; en d'autres termes, ce qu'il peut faire ou ne pas faire en ce qui concerne le placement des liquidités qui lui ont été confiées.

b) Une réglementation visant à circonscrire le type d'investissements et la composition des fonds de pension tend à assimiler les fonds aux réserves techniques des compagnies d'assurances et à les soumettre aux mêmes règles⁽¹⁾. A l'exception toutefois des Pays-Bas où la politique de la Verzekeringskamer consiste à laisser une latitude adéquate dans le choix des investissements, cette réglementation limite sérieusement la liberté des fonds de pension non assurés (à gérance autonome) dans le choix des investissements qui, selon eux conviendraient le mieux à leurs besoins. Au Royaume-Uni ainsi qu'aux États-Unis, seuls les fonds de pension assurés tombent sous le coup de la réglementation des compagnies d'assurances-vie, non parce que ce sont des fonds de pension (dont les engagements sont fonction de la durée de la vie humaine) mais parce que les réserves détenues par les compagnies pour faire face à leurs polices d'assurances-retraites font partie de leurs réserves globales et la réglementation vise la totalité des réserves. Au Royaume-Uni, cela n'a pas grande importance étant donné que les compagnies d'assurances jouissent d'une liberté d'action pour ainsi dire totale dans le choix des investissements. Aux États-Unis, en revanche, les compagnies d'assurances sont en général habilitées à ne placer qu'un petit pourcentage de leurs réserves en actions. Cette restriction s'étant révélée un frein considérable au développement des fonds de pension assurés, un nombre toujours croissant d'États ont été amenés ces dernières années à alléger leur réglementation en autorisant les compagnies d'assurances à séparer les avoirs de fonds de pension des autres réserves et de placer ceux-là en actions, totalement ou en partie, si l'entreprise parrainant la caisse intéressée le souhaite⁽²⁾. A l'heure actuelle, plus de 30 États autorisent la séparation des avoirs des caisses de retraite des autres composantes de l'actif. Cette évolution prouve que l'on admet de plus en plus que les avoirs des fonds de pension ne doivent pas être astreints aux mêmes règles que les autres avoirs des compagnies d'assurances.

c) Le fait d'assujettir les investissements entrepris pour le compte d'un fonds de pension aux règles générales régissant les investissements des compagnies d'assurances-vie (que le fonds de pension soit assuré ou non) favorise beaucoup l'achat de titres à revenu fixe. Étant donné que les engagements futurs des compagnies d'assurances s'expriment sous forme

de montants nominaux d'argent, on considère que les titres à revenu fixe dont la valeur de remboursement est également fixe représentent un moyen qui convient particulièrement bien à la couverture de ces engagements. D'ailleurs, la réglementation est édictée par les pouvoirs publics dont le recours au marché financier est facilité dans la mesure où la demande est canalisée vers les bons d'État. De nouveau, à l'exception louable des Pays-Bas, c'est là une réglementation qui à notre avis porte et continuera de porter grandement tort à la situation ainsi qu'à l'épanouissement des fonds de pension dans les pays du Marché Commun.

Même si l'on devait admettre qu'il est plus facile d'atteindre les objectifs de l'assurance-vie par voie d'investissements en obligations (et c'est là une question qui dépasse le cadre du présent rapport), cette hypothèse ne saurait être retenue dans le cas des fonds de pension, dans la mesure où leurs engagements et versements futurs dépendent de plus en plus du niveau des salaires de la période précédant immédiatement la retraite; autrement dit, les montants en jeu, loin d'être fixes, sont variables et dépendent des variations futures des salaires et des prix, donc des variables « réelles » du système économique. En rendant obligatoire l'investissement de toutes leurs réserves ou d'une partie de celles-ci, dans les avoirs libellés en argent, non seulement l'apport des fonds au marché des capitaux se trouve-t-il orienté vers une direction particulière mais encore son importance globale risque fort d'être limitée. En effet, une prédisposition envers des titres à revenu fixe imposée aux caisses de retraite jouera en faveur des régimes de répartition, comme en France, ou de capitalisation par voie de comptes de provisions inscrits au passif des bilans d'entreprises comme en Allemagne (où les actifs réels de l'entreprise représentent une certaine protection indirecte contre les futures variations du pouvoir d'achat de la monnaie, bien que cette protection ne se traduise pas automatiquement dans la valeur nominale qui représente au passif du bilan la capitalisation accumulée des retraites futures). Dans un cas comme dans l'autre, qu'il s'agisse de l'absence de capitalisation ou de la capitalisation au bilan au lieu de la capitalisation par voie de fonds autonomes et séparés, le résultat est le même; le marché des capitaux s'en trouve resserré et affaibli.

(1) La Loi belge du 25 juin 1930 qui vise toute société « dont les résultats acquis relatifs aux engagements entrepris « dépendent de la durée de la vie humaine » fournit un bon exemple du point de vue philosophique qui consiste à considérer qu'une caisse de retraite tombe dans la catégorie générale de l'assurance-vie. Toutefois, les caisses de retraite belges limitées au personnel d'une seule entreprise, à condition de revêtir une certaine forme juridique, ne sont pas soumises jusqu'à nouvel ordre à la législation régissant les compagnies d'assurances.

(2) J. C. Bowling « Separate Accounts » — « The Quiet Revolution in Pension Funding », CLU Journal, Été 1965.

CHAPITRE II

Les Fonds de Pension et leurs avoirs - La Situation actuelle

Décrire avec une certaine homogénéité la situation actuelle des fonds de pension dans les pays du Marché Commun est chose fort difficile. Jusqu'à une date assez récente, l'intérêt s'est surtout porté sur leurs rapports avec la politique sociale; la documentation portant sur les aspects économiques ou plus étroitement financiers est éparse. Les données statistiques de la plupart des pays sur les actifs des fonds et sur les rendements obtenus, le montant des cotisations, le nombre de participants et leur structure d'âge, le nombre de participants non cotisants ou le nombre de prestataires, etc. comportent de grandes lacunes ou ne sont disponibles que pour certaines catégories de caisses; ou encore, selon le pays, on dispose de certaines séries chronologiques, mais pas d'autres. Dans le cas de deux pays du Marché Commun, la Belgique et le Luxembourg, il ne semble exister aucune statistique se référant aux fonds non assurés. Dans les pays qui réunissent systématiquement des données statistiques à l'échelon national, les domaines couverts diffèrent à un point tel que les comparaisons internationales ne peuvent avoir, tout au plus, qu'une valeur indicative.

Par ailleurs, le cadre fiscal et juridique régissant la création et le fonctionnement des fonds de pension ne présente, comme on peut s'y attendre, que peu d'homogénéité d'un pays à l'autre. De même, il existe de profondes différences sur le plan conceptuel, dont le résultat est de rendre pratiquement impossible toute comparaison précise entre pays membres du Marché Commun, sans parler des comparaisons avec des pays non-membres de la Communauté, dont l'intérêt, pourtant, aurait été certain étant donné l'avance de ces pays dans le domaine des fonds privés de pension.

Le présent chapitre qui ne prétend pas être exhaustif donne une brève description du cadre juridique et fiscal et une évaluation approximative de l'importance des avoirs des caisses dans certains pays membres ou non du Marché Commun, classés selon leur degré d'évolution. Son but essentiel est de fournir un schéma qui serve de point de repère aux recommandations en matière de politique juridique et fiscale présentées au Chapitre IV et de servir également de point de départ aux prévisions quantitatives contenues dans le Chapitre III et son Annexe.

1. Si l'on prend comme critère de classement l'importance des avoirs destinés à alimenter les retraites complémentaires (« super-annuation benefits » : prestations-vieillesse) versés en plus des retraites assurées par l'Etat, le Royaume-Uni doit vraisemblablement venir en tête.

A condition qu'un programme de retraite soit agréé par les autorités fiscales (Inland Revenue), les cotisations patronales sont exemptes d'impôts jusqu'à concurrence du montant certifié comme justifié sur le plan actuariel. Le taux d'intérêt à retenir dans le calcul actuariel n'est pas imposé. On ne considère pas que la part patronale fait partie du revenu imposable de l'employé de même que, dans certaines conditions la cotisation de l'employé à un fonds de pension complémentaire jusqu'à un montant égal à 15% du salaire cotisable peut être déduite de ses revenus imposables⁽¹⁾. Les revenus des fonds ainsi que les plus-values éventuelles sont exempts d'impôts (à condition que les opérations « aller-retour » sur un titre donné de même que les garanties d'émissions d'actions, demeurent dans la limite du « raisonnable »; toutefois, lorsqu'une caisse exerce une activité régulière et à grande échelle en matière de garanties d'émissions, les commissions ainsi perçues peuvent être imposables). Par ailleurs, la caisse peut se faire rembourser tout impôt retenu à la source lorsqu'il s'agit d'encaissement de dividendes de sociétés britanniques. Il est très rare que même une petite partie de l'actif d'un fonds de pension soit placée dans des titres ou obligations émis par l'entreprise dont il dépend.

Du fait de l'introduction d'un système de prestations vieillesse graduées (liées au salaire) par l'Etat dans le but, à long terme, d'assurer une rente vieillesse égale en moyenne à la moitié du salaire précédant le départ à la retraite (« half-pay on retirement »), les fonds privés ont désormais la possibilité de faire varier leurs taux de cotisations et de prestations dans le sens opposé à celui des modifications intervenant dans le régime gouvernemental. En d'autres termes, les systèmes publics et privés peuvent se fondre en un seul régime intégré. Les entreprises entretenant un fonds de pension ont également la faculté d'abandonner leur adhésion au système gouvernemental gradué.

Au Royaume-Uni, les fonds de pension non assurés font largement appel aux conseils de professionnels en matière d'investissement, et dans nombre de cas, sinon la majorité, accordent pour la gérance de leurs

⁽¹⁾ Suite aux recommandations du Committee on the Taxation Treatment of Provisions for Retirement (Cmd. 9063, 1954), la législation fiscale britannique autorise depuis 1956 les travailleurs indépendants (professions libérales, entrepreneurs libres, etc.) à déduire de leur revenu imposable les sommes versées à un fonds de pension créé au bénéfice des personnes exerçant la même activité, dans la limite de 10% du revenu annuel total.

investissements, un pouvoir discrétionnaire à un mandataire ou à un gérant professionnel (les deux fonctions n'étant pas nécessairement assurées par la même personne ou le même organisme). Ce recours à la compétence professionnelle trouve son écho dans la composition des investissements des caisses.

Durant les quatre années 1963-1966, les nouveaux placements annuels (privés) s'élevaient en moyenne à 255 millions de livres sterling dont 23 seulement (9%) ont été consacrés à l'achat de bons d'État nationaux et étrangers et d'obligations de collectivités locales. En moyenne, 196 millions de livres (77%) ont servi à l'achat de titres de sociétés britanniques ou étrangères, dont la plupart à des actions ou des obligations convertibles. Les 20 millions restants ont été consacrés à l'immobilier. Ainsi, l'achat d'actions ou titres assimilables à des actions dont on ne peut prévoir le rendement avec exactitude, quoiqu'il soit susceptible dans l'ensemble, comme la valeur boursière des titres, de varier parallèlement aux hausses de prix et de salaires, a représenté plus des trois quarts des placements entrepris par les caisses de retraite britanniques ces dernières années. Dans la mesure où il y a lieu de prévoir une modification de cette structure, il semble que la part prise par l'immobilier devrait progresser, conséquence de la réforme du régime de l'impôt des sociétés en 1965. Depuis un an déjà plusieurs fonds communs de placement ont été créés en Grande-Bretagne dans le seul but d'investir les fonds de pension dans des placements immobiliers, répartissant ainsi les risques tout en fournissant le savoir-faire nécessaire dans le domaine du développement et de l'administration des biens immobiliers.

L'exemple d'une caisse de retraite patronnée par une société britannique importante et ses filiales peut servir de cas d'épée, qui témoigne de la façon dont les prestations vieillesse futures peuvent être mises à l'abri de la dépréciation progressive du pouvoir d'achat. La valeur comptable de cette caisse s'élève à environ 70 millions de livres sterling dont environ 80% est représenté par des actions, 16% par des biens immobiliers, 1,5% par des obligations et 2,5% par des placements à court terme. Calculé par rapport à la valeur comptable, le rendement s'élève au chiffre étonnant, à première vue, de 13%, chiffre qui démontre toutefois que l'importance attachée par certains fonds de pension et leurs organes de contrôle au rendement *initial* (souvent relativement bas) disponible au moment de l'achat d'une action, est déplacée; ce qu'il convient de prendre en ligne de compte lorsqu'il s'agit d'investissements à long terme destinés à pourvoir aux prestations également à longue échéance, n'est plus le rendement initial en tant que tel, mais son rapport à son propre taux probable d'accroissement futur. Le Directeur du Portefeuille principal de ce fonds considère — et la composition de son portefeuille en témoigne — que l'achat d'obligations

motivé par le fait que leur rendement est élevé et leur valeur monétaire nominale garantie à l'échéance équivaut à « jouer avec l'argent de nos retraités », et que celui qui agit de la sorte ne fait pas face à ses responsabilités.

2. Aux Etats-Unis, les fonds de pension privés venant compléter le système obligatoire O.A.S.D.I. (vieillesse, survie, invalidité) sont relativement à l'économie nationale presque aussi développés qu'en Grande-Bretagne. Cependant, dans de nombreux cas, ils donnent droit à une retraite à laquelle s'ajoutent les revenus provenant de ce que l'on peut appeler un système de participation aux bénéfices différée (deferred profit-sharing plan) et il arrive parfois que ce dernier système seul soit retenu, en vertu de la plus grande souplesse fiscale ainsi mise à la disposition de l'entreprise. En ce qui concerne notre étude, la distinction n'a aucune importance et les statistiques de fonds de pension citées ci-dessous engloberont également les caisses appliquant le principe de participation aux bénéfices différée.

A la fin de 1966, la valeur comptable des avoirs des fonds de pension privés et non assurés (« mandaté » ou autogéré) s'élevait à \$ 64,5 milliards; pour les fonds privés assurés, le chiffre correspondant était de \$ 29,4 milliards, alors que le montant total représenté par les caisses de la fonction publique, des autorités départementales et locales, de l'O.A.S.D.I. et de quelques autres caisses du secteur public s'élevait à \$ 80,7 milliards. Des trois catégories, les fonds privés non assurés qui retiennent plus particulièrement notre attention dans cette étude, connaissent le taux d'accroissement le plus rapide. Quant aux fonds assurés, malgré les concessions qui leur ont été accordées ces dernières années (exonération de l'impôt sur les revenus et possibilité d'investir comme bon leur semble leurs réserves classées à part), leur développement a été moins fort.

A la fin de l'année 1966, les avoirs totaux des fonds privés non assurés se répartissaient comme suit: bons d'État, 4%, hypothèques, autres titres à revenu fixe et obligations et emprunts de sociétés privées, 52% dont seulement 1,5% dans des titres de l'entreprise à laquelle se rattachait une caisse donnée (ce chiffre de 52% est à comparer à celui de 80% pour les caisses assurées), et actions, 44%. Toutefois, les placements nouveaux accordaient en 1966 une place plus importante aux actions: 61%. La justification de cette modification de la structure des investissements des caisses de retraite vers les titres à revenu variable est révélée par les données de valeurs vénales. D'un examen de la situation des différentes catégories d'actif à la fin de 1966, il ressort que la valeur boursière des actions détenues par les caisses s'élevait à \$ 37,7 milliards soit 33% de plus que la valeur comptable alors que les autres avoirs, d'une valeur commerciale de

\$ 33 milliards, étaient à 91% de leur valeur comptable⁽¹⁾ (La valeur comptable correspond normalement au coût d'acquisition).

Un fonds de pension ne peut jouir d'avantages fiscaux qu'à condition d'être agréé (approuvé par le Commissioner of Internal Revenue). L'alimentation d'un fonds par voie de comptes de réserves ouverts dans le bilan n'y donne pas droit; les allocations ainsi faites ne pourraient pas être déduites des revenus imposables. Par ailleurs, l'Internal Revenue est habilité à interdire l'investissement des fonds d'une caisse de retraite dans l'entreprise dont elle dépend⁽²⁾. Par contre, dès qu'un fonds est agréé, la cotisation patronale vient en déduction du revenu imposable de l'entreprise jusqu'à concurrence de 5% du traitement annuel des membres de la caisse; ce pourcentage peut éventuellement être majoré pour tenir compte des réserves à créer afin de capitaliser les droits acquis en vertu de la période de services précédant la mise en vigueur du programme. En outre, une cotisation patronale allant jusqu'à 15% du traitement annuel versé à titre de participation aux bénéfices différée bénéficie de l'exonération d'impôts; si ce droit n'est pas pleinement utilisé, il peut être reporté à l'année suivante⁽³⁾. De même, il est parfaitement loisible d'intégrer un programme privé au système O.A.S.D.I. Ainsi, par exemple, l'O.A.S.D.I. verse actuellement une retraite égale en moyenne à 53,5% du salaire moyen. Si le but d'une caisse d'entreprise est de porter ce pourcentage à 75% du salaire moyen perçu avant de prendre la retraite, l'entreprise pourra et devra augmenter ses contributions si le taux d'accroissement de ses salaires dépasse celui des prestations O.A.S.D.I., afin de capitaliser ses versements aux futurs retraités (et dans le cas contraire, les diminuer).

L'administration des fonds de pension américains non assurés est normalement confiée à des mandataires professionnels jouissant de pouvoirs discrétionnaires; il s'agit généralement de services fiduciaires des banques. Une tendance nouvelle et intéressante se fait jour actuellement, suivant laquelle le fonds est réparti entre deux ou plusieurs gérants-mandataires (« caisses à gérance dédoublée » : split trustee fund) dont on compare constamment les résultats acquis en matière d'accroissement des revenus et de la valeur boursière. L'une des plus grandes entreprises aux Etats-Unis confie l'administration des avoirs de son fonds de pension à pas moins de six mandataires, octroyant à chacun une part du nouveau « cash-flow » net, déterminée selon une formule qui accorde comme récompense une proportion plus élevée des nouvelles liquidités au mandataire qui aura réussi le mieux à gérer son portefeuille.

3. En ce qui concerne l'élaboration des techniques, la liberté d'action et l'apport au marché des capitaux, les caisses de retraite des Pays-Bas viennent en second

en Europe après celles du Royaume-Uni. Historiquement, l'une des raisons de cet état de choses (quoique ce ne soit pas la seule) est que, tout comme au Royaume-Uni jusqu'à l'introduction du régime de retraites graduées, le montant des prestations de la caisse gouvernementale est fixe, ne variant pas en fonction du salaire. Le but, en effet, est d'assurer un certain minimum vital aux retraités et non de leur servir un revenu lié à leur niveau de vie habituel.

Abstraction faite du secteur public dont les caisses de retraite (10,1 milliards de florins d'actif à la fin de 1966) n'entrent pas dans le cadre de la présente étude, il existe trois types de fonds de pension aux Pays-Bas. Ce sont, respectivement, les fonds professionnels recouvrant des secteurs industriels entiers (au nombre de 59), les fonds dépendant d'une seule entreprise (il en existe environ 1600) et les caisses dites « d'épargne ». Les caisses professionnelles s'établissent à la suite d'un accord entre organisations patronales et syndicales; le Ministère des Affaires Sociales peut, en vertu de la loi de 1949, obliger toutes les entreprises du secteur à s'y affilier. Les fonds privés dépendent d'une seule entreprise (prenant souvent la forme d'une Fondation), les caisses « d'épargne » (qui n'ont pas une très grande importance quantitative) ainsi que les fonds professionnels recouvrant un secteur entier d'activités, doivent être approuvés conformément à la loi de 1952 concernant les pensions et l'épargne et sont soumises au contrôle de la Verzekeringskamer (Chambre des Assurances). Les cotisations patronales à un fonds de pension sont déduites des revenus imposables, à concurrence des montants déterminés en application des critères actuariels (et sous condition d'être versées irrévocablement et d'être destinées à cette seule utilisation). On ne considère pas que la cotisation patronale constitue un revenu imposable du salarié. La cotisation du salarié peut être déduite des revenus déclarés jusqu'à une limite de 5000 florins par an. Le fonds lui-même n'est pas assujéti aux impôts néerlandais et peut se faire rembourser tout impôt néerlandais retenu à la source. Le contrôle des finances des fonds de pension par la Verzekeringskamer s'effectue de façon éclairée : il faut des placements « sérieux » mais aucune approbation n'est exigée au préalable. La valeur des actions ou obligations émises par la firme dont dépend un fonds ne peut dépasser 10% de la valeur de l'ensemble des avoirs dudit fonds. Aucune autre condition n'est imposée, et la liberté dont jouit une caisse

(1) Données de la US Securities and Exchange Commission, Washington, No. 2.219, Juillet 1967.

(2) Pratique également déconseillée par la Securities and Exchange Commission (Cfr Wall Street Journal, 21 avril 1966, page 6).

(3) Le report est formellement interdit en Allemagne (Nachholverbot).

pour effectuer ses placements tant aux Pays-Bas qu'à l'étranger, est pour ainsi dire totale⁽¹⁾.

A la fin de l'année 1965, la valeur (comptable) des avoirs détenus par les caisses de retraite dépendant d'une seule entreprise totalisait 6,8 milliards de florins répartis comme suit : titres⁽²⁾ 40%, prêts directs, 34,5%, biens immobiliers, 11% et hypothèques, 9%. Le rendement moyen de l'ensemble des avoirs s'élevait à 4,86% — les chiffres correspondants en 1964 et 1963, étaient, respectivement, de 4,64% et 4,59%. Les fonds ont investi 607 millions de florins en nouvelles liquidités en 1965, dont 40% sous forme de prêts directs, 24% de titres, 15% de biens immobiliers et 11% d'hypothèques. Les avoirs des fonds de pension professionnels totalisaient 5,2 milliards de florins dont 557 millions au titre des nouveaux investissements en 1965. La ventilation du portefeuille ainsi que celle des nouveaux investissements durant l'année différait quelque peu de celle des fonds de pension dépendant d'une seule entreprise où les prêts directs et les biens immobiliers représentent un plus grand pourcentage du total, au détriment de la part revenant aux titres. Le rendement moyen était pratiquement identique dans les deux cas (4,80% pour les fonds professionnels, 4,86% pour les fonds établis au niveau des entreprises).

Il semble qu'il est moins courant aux Pays-Bas qu'aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni de confier la gérance des fonds à un mandataire professionnel disposant de pouvoirs discrétionnaires. En effet, la plupart des caisses se chargent elles-mêmes de l'administration de leurs portefeuilles; néanmoins, elles s'adressent aux banques ou à d'autres organismes professionnels pour se faire conseiller en matière d'investissement.

On peut citer, à titre d'exemple, le cas de l'un des plus grands fonds de pension néerlandais qui témoignera ainsi de l'évolution de la politique d'investissement aux Pays-Bas. D'une valeur comptable de plus de 1 milliard de florins, le portefeuille de cette caisse se décomposait comme suit, jusqu'à une date assez récente : biens immobiliers (25%), actions de sociétés néerlandaises (12%) et de sociétés étrangères (3%), et obligations, prêts et hypothèques néerlandais (60%). Les prestations étant liées au niveau du salaire perçu juste avant le départ à la retraite, chaque augmentation générale des salaires entraînait un nouvel écart entre la valeur actualisée des prestations futures et la valeur des investissements accumulés à partir des cotisations versées dans le passé. L'entreprise se trouvait ainsi dans la nécessité de combler le déficit par des contributions massives (quelques dizaines de millions de florins au cours de chacune des trois dernières années).

On s'est rendu compte que pour prévenir ces engagements supplémentaires entraînés par la hausse générale des prix et des salaires, il fallait s'intéresser

davantage à des investissements dont la valeur et le rendement sont susceptibles de suivre l'évolution des variables réelles de l'économie plutôt que celle des variables monétaires. L'objectif en ce qui concerne la composition de l'ensemble du portefeuille a été porté à : biens immobiliers, 30% (au lieu de 25%), actions 30% (au lieu de 15%) et titres à revenu fixe 40% (au lieu de 60%). En outre, dans le seul portefeuille d'actions, on porte actuellement la part d'actions de sociétés étrangères d'un cinquième à presque la moitié, conformément à une politique rigoureusement sélective qui consiste à acheter les titres qui offrent les meilleures perspectives de croissance des dividendes, que les sociétés en question soient néerlandaises ou non; cependant, toutes les prestations présentes et futures seront versées en florins aux Pays-Bas.

4. Le cadre juridique et fiscal des fonds de pension complémentaires en Allemagne est d'une grande complexité. Le régime gouvernemental (Soziale Rentenversicherung) gradué (les cotisations sont liées aux salaires) s'inspire en partie de la capitalisation et en partie de la répartition (Umlageverfahren). On estime généralement que le régime entre actuellement dans une période de déficit substantiel (dégarniture des réserves actuelles) : en effet, la distribution d'âges entre cotisants et prestataires, récemment encore très favorable du fait du nombre de personnes de sexe masculin qui ont connu une mort prématurée durant les années 1939-1945, commence à redevenir normale. A l'heure actuelle, le régime prévoit théoriquement une retraite s'élevant à 60% du salaire pour un salarié qui a régulièrement versé ses cotisations pendant 40 ans. Dans la pratique, cela se traduit actuellement par une retraite d'environ 45% à 50% du salaire perçu immédiatement avant la prise de retraite dans le cas de cotisants à revenus peu élevés alors que pour ceux qui se situent dans une tranche de revenus plus élevés, le chiffre correspondant est de l'ordre de 20% à 25%. Ainsi, les fonds complémentaires ont comme rôle de porter les prestations vieillesse à un pourcentage adéquat du salaire précédant la retraite, et elles sont susceptibles de ce fait de maintenir ou d'accroître leur importance (on estime que le chiffre de 75% est raisonnable et c'est celui-là qu'ont retenu comme objectif les sept fonds de retraite du secteur public [öffentlich-rechtliche Versorgungskassen] établis pour les salariés non-cadres des chemins de fer, des postes, des municipalités et des entreprises nationalisées).

(1) Tout placement direct à l'étranger, qu'il s'agisse de biens immobiliers, de prêts directs ou de titres non cotés en Bourse, est assujéti au régime du contrôle des changes. Mais il s'agit là d'une règle générale appliquée par la Nederlandsche Bank et qui ne concerne pas seulement les caisses de retraite.

(2) Une ventilation permettant de séparer les titres gouvernementaux des titres de sociétés ou de distinguer actions et obligations ne semble pas être disponible.

Les caisses de retraite complémentaires peuvent revêtir trois formes juridiques :

i) Comptes de provisions ouverts dans le bilan d'une entreprise (Pensionsrückstellungen). Nul employeur n'est obligé de capitaliser ses engagements en matière de retraites, mais la plupart des firmes estiment que c'est plus prudent. Les dotations aux provisions ainsi faites viennent en déduction du revenu imposable, à condition que le droit aux allocations vieillesse soit reconnu par voie de contrat et que le calcul du taux de capitalisation soit établi selon des méthodes assez rigoureusement définies. La loi fiscale fixe le taux d'intérêt à retenir dans les calculs actuariels à 5,5% et une sous-provision lors d'une année fiscale déterminée ne donne pas droit au report des avantages fiscaux inutilisés (Nachholverbot). Les caisses qui prennent la forme de comptes dans le bilan d'une entreprise ne peuvent prétendre à une cotisation de la part des bénéficiaires.

De nombreuses entreprises allemandes considèrent que l'accumulation de provisions dans le bilan correspond à une forme d'autofinancement dotée de privilèges fiscaux et qui, de ce fait, leur est plus avantageuse que ne le serait un fonds séparé (Pensionskasse ou Unterstützungskasse). Ce point de vue est discutable. Un fonds prenant la forme d'un compte de provisions dans un bilan n'a pas de revenu d'investissements, au sens strict du terme; dans un sens plus général, ce revenu est représenté par le rendement obtenu par l'entreprise des investissements figurant à l'actif du bilan, investissements dont « l'autofinancement » a été assuré par la constitution des provisions de retraite au passif. Ce revenu est passible de tous les impôts (Ertragsteuer, Körperschaftsteuer, Vermögensteuer) frappant l'ensemble des revenus et biens de l'entreprise. Ainsi, l'employeur ne dispose que des revenus après impôts (variant entre 45% et 50% des revenus bruts en fonction de la politique de l'entreprise en matière de distribution des bénéfices et de sa situation en ce qui concerne l'impôt sur les actifs) procurés par l'actif correspondant aux provisions constituées en prévision des retraites présentes et futures. L'alternative à l'autofinancement par voie de création de comptes de provisions serait d'emprunter (« emprunter le fonds de pension ») à une source extérieure. Bien entendu, les intérêts versés à titre d'emprunts ainsi entrepris sont exonérés d'impôts, c'est-à-dire viennent en déduction des revenus imposables auxquels donne naissance l'actif de l'entreprise. Dans ces conditions, le fonds de pension devient une entité morale indépendante, dont les revenus sont disponibles en franchise d'impôts aussi bien pour le paiement des prestations courantes que pour la capitalisation continue des prestations futures. Ce qui, à son tour, diminue les coûts entraînés par la nécessité de pourvoir aux obligations en matière de retraite. Si l'on compare l'importance des impôts supplémentaires à verser dans un cas, aux économies d'impôts réalisées

dans l'autre, on peut se demander si la méthode d'inscription de réserves dans le bilan se révèle moins coûteuse que la création d'un fonds distinct⁽¹⁾. On ne saurait contester qu'une source interne de financement pour retraités est plus commode que le recours au marché des capitaux ou aux banques, en particulier lorsque l'entreprise en question est déjà lourdement endettée. Néanmoins, l'endettement envers leurs propres retraités futurs (Sozialverschuldung) préoccupe déjà certaines entreprises soucieuses de l'avenir, sans parler d'observateurs neutres — d'autant plus qu'il s'agit là d'une dette qui n'est pas nantie et ne jouit d'aucune priorité en cas de liquidation ou de faillite.

Toutefois, les comptes de réserves dans les bilans, dont le montant est estimé à 20 milliards de DM environ, jouissent en Allemagne d'autres avantages notables par rapport à d'autres méthodes d'accumulation de fonds en prévision des retraites. Ils sont exempts de tout contrôle, les employés n'y sont pas représentés, la cotisation patronale n'est pas imposable comme si elle faisait partie des revenus du salarié et surtout, il n'y a aucune obligation d'achat de titres à revenu fixe, sensibles à l'inflation. Pour toutes ces raisons, il est vraisemblable que ces comptes de provisions constitueront encore la méthode la plus courante de capitalisation des retraites, aussi longtemps que les lois et la réglementation actuelles resteront en vigueur. Cependant, dans certains milieux financiers allemands, on en vient à croire que la simple création de comptes de provisions constitue une méthode peu orthodoxe de financement des retraites et ils pensent que la réglementation actuelle permettant cette méthode ne sera pas immuable.

ii) Fonds de pension prenant la forme de mutuelles (Pensionskassen). Il en existe environ 250 à l'heure actuelle; les unes recouvrant des professions données au niveau de tout un secteur industriel (le bâtiment, les banques, l'industrie chimique, la meunerie, les coopératives de consommateurs), les autres une profession entière, quelle que soit l'industrie à l'intérieur de laquelle elle s'exerce. D'autres fonds encore regroupent les seuls salariés d'une entreprise particulière. Les plus grandes de ces mutuelles au nombre de 190 sont soumises au contrôle fédéral alors que le contrôle des plus petites (cotisations annuelles totales inférieures à 75.000 DM) est exercé par les Länder. Les caisses peuvent éventuellement mais pas nécessairement percevoir une cotisation des salariés qui y

(1) L'équilibre précis des avantages est déterminé par les imperfections éventuelles du marché des capitaux et plus précisément par le taux marginal d'intérêt auquel l'employeur peut emprunter sur ce marché, le rendement (net d'impôts) obtenu des sommes ainsi empruntées lorsqu'elles sont investies dans l'affaire et le rendement obtenu normalement en franchise d'impôts lorsque les avoirs de la caisse de retraite sont investis en dehors de l'entreprise.

sont affiliés. Quoi qu'il en soit, la loi exige la participation de représentants des salariés à la gérance des mutuelles. La cotisation patronale est exonérée d'impôts à condition de satisfaire à certains critères actuariels rigoureux. Il est stipulé que le taux d'intérêt à utiliser dans le calcul du taux de capitalisation est de 3,5%. On considère que la cotisation patronale, exception faite d'une franchise de base de 312 DM par an, fait partie des revenus imposables du salarié. En moyenne, 70 à 75% des sommes mises à la disposition des caisses de retraite proviennent du côté patronal, et 25% à 30% des salariés.

Le contrôle des investissements des caisses est assuré par le Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen, selon les principes appliqués dans le cas des compagnies d'assurance-vie. Dans la pratique, ce contrôle se traduit par l'impossibilité pour les caisses de détenir plus de 10% de la valeur comptable (c'est-à-dire le plus bas de la valeur d'acquisition ou de la valeur vénale) de leurs avoirs en actions ordinaires, ou de placer plus de 10% de leurs nouvelles liquidités annuelles en actions. En outre seules sont reconnues susceptibles d'acquisition les actions qui peuvent être comprises dans les réserves mathématiques (Deckungstockfähigkeit). Les critères ainsi que l'usage de l'autorité de tutelle à cet égard, sont plutôt discutables (en effet, on exige normalement un rendement initial relativement élevé alors que le rendement initial d'une action n'a que peu d'importance pour les engagements à long terme). Enfin, la règle de 10% de la valeur comptable empêche une gestion souple et active d'un portefeuille d'actions, puisqu'un investissement vendu à profit par rapport à la valeur comptable ne peut être complètement remplacé par un autre dans le cadre des 10% autorisés.

Ces contraintes sur l'investissement font que ce genre de fonds est moins que parfait, en tant que moyen qui permet d'atteindre l'objectif de capitalisation des retraites lorsque celles-ci sont liées au salaire perçu durant la dernière période de vie active. Bien que l'on se trouve dans une période où salaires et prix sont en hausse constante, il ne fait aucun doute cependant que la tendance actuelle est à l'octroi de retraites liées au niveau des salaires, et les caisses de retraite mutuelles ont connu un développement rapide jusqu'à maintenant; à l'heure actuelle, leurs avoirs totaux se chiffrent à 9,31 milliards de DM et il semble que leur développement est appelé à se poursuivre, essentiellement en raison des obstacles qui tendent à empêcher l'adoption du troisième type de caisse, celui du « Fonds de Prévoyance » (Unterstützungskassen).

iii) Il existe plus de 10.000 « Unterstützungskassen » en majorité petites (bien que plusieurs entreprises puissent se réunir en vue de former un seul fonds, mais en fait ce procédé n'est que rarement employé). Dès leur constitution, elles sont dotées du statut de personnes morales agissant pour le compte des sala-

riés d'une entreprise (et les personnes qu'ils ont à leur charge) en vue d'assurer le paiement des retraites (et/ou d'autres allocations). Il n'existe aucune autorité de tutelle et leur politique en matière d'investissements est librement formulée. Aucune donnée statistique concernant les investissements effectués n'est publiée. Dans de nombreux cas, les petites caisses prêtent simplement leurs avoirs à l'entreprise qui les parraine, mais certaines des grandes caisses ont l'habitude de placer leurs fonds dans des titres à revenu fixe ou variable, ou d'acheter des biens immobiliers. Comme dans le cas de la catégorie (ii), les revenus tirés de leurs investissements ainsi que les plus-values réalisées sont exonérés d'impôts.

Ces fonds de prévoyance conviendraient parfaitement comme moyen de capitalisation des retraites futures et de gestion des avoirs correspondants, si ce n'était la sévère limite fiscale à leur importance. En effet, la cotisation patronale, visant la capitalisation des prestations futures de retraite peut être déduite des revenus imposables à concurrence seulement de 1,5% (éventuellement majoré de 0,5%) de la masse salariale. Le montant de la caisse ne doit pas dépasser la valeur capitalisée des versements courants de retraite, majorée au titre des versements futurs de 30% de la masse salariale annuelle moyenne de l'entreprise qui la parraine durant la période triennale précédente (plus 15% à titre d'avantages autres que les retraites). On voit facilement qu'une cotisation annuelle de 1,50% associée à un plafond pour le fonds de 30% de la masse salariale ne permet de capitaliser que la plus petite des retraites futures; et, même en admettant une gestion remarquable des avoirs de la caisse, elle ne pourrait financer qu'un petit supplément marginal à l'allocation-vieillesse de base servie par l'Etat. Fournir des retraites en vertu d'un tel mécanisme ne peut guère représenter plus qu'un geste symbolique de la part de l'employeur en faveur de son employé.

On a évalué les avoirs de ces caisses en 1965 à 4,5 milliards de DM. Le taux d'augmentation a été un peu moins rapide que dans le cas des deux autres types de fonds mais n'en reste pas moins remarquable. De nombreuses entreprises n'ayant institué que récemment un régime de retraites complémentaires pour leurs salariés, ont choisi ce système estimant que l'ouverture de comptes de provisions dans leur bilan était financièrement peu orthodoxe et peu prudent; ces entreprises considéraient également qu'une mutuelle subirait trop d'entraves en matière d'investissement. Mais il faudra peu de temps pour que ces fonds de prévoyance n'atteignent le plafond des 30% de leur masse salariale limite à laquelle ils devront se stabiliser; et ces entreprises se trouveront alors dans la nécessité, soit de revenir à l'un des autres régimes de capitalisation, soit d'ajouter un régime de retraites assurées à celui financé par le fonds de prévoyance.

Lors de notre discussion de l'intérêt prétendu sur le plan financier de la méthode de capitalisation par compte de provisions inscrit dans le bilan, nous avons souligné que les fonds de pension distincts (Pensionskassen et Unterstützungskassen) jouissent d'une exonération fiscale totale. C'est là une affirmation exacte en ce sens que ces caisses ne sont pas imposables. Toutefois, contrairement aux fonds de pension des Pays-Bas (de même qu'aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni), les fonds de pension allemands n'ont pas la possibilité de récupération d'impôts retenus à la source (Kapitalertragsteuer) et du fait qu'elles ne doivent rien à titre d'imposition, il n'y a aucun montant contre lequel peut être inscrit un crédit d'impôt; d'où une réduction automatique de 25% sur la perception de dividendes ainsi que d'intérêts de certaines obligations. Elles sont ainsi détournées d'opérations susceptibles d'apporter des fonds à ce secteur du marché financier⁽¹⁾, ce qui semble être un sous-produit involontaire de la législation fiscale allemande.

Nous croyons pouvoir résumer par un exemple concret (quoique assez exceptionnel) les particularités et entraves que connaissent sur le plan juridique et fiscal les différentes sortes de fonds de pension allemands; c'est un dossier que nous trouvons frappant et qui nous semble avoir une valeur descriptive certaine. Le fonds dont il est question est de taille moyenne : la valeur comptable est de l'ordre de DM 40 millions, son cash-flow net annuel s'élève à DM 5 millions et il dépend d'une entreprise industrielle dont la main-d'oeuvre est en grande partie composée de jeunes travailleuses non spécialisées. La caisse prend la forme d'une provision inscrite dans le bilan (Pensionsrückstellung), en partie parce que les salariés ne versent aucune cotisation, mais surtout parce que la direction de l'entreprise est convaincue que les restrictions sévères qui s'exercent sur l'investissement des avoirs d'un vrai fonds de pension (Pensionskasse) pourraient rendre insupportable le coût futur de versement des prestations liées au niveau croissant des salaires. Un fonds de prévoyance (Unterstützungskasse) ne ferait pas l'affaire, étant donné la proportion peu importante de cotisations exonérées d'impôts et les limites imposées en ce qui concerne l'importance de ces fonds. Cependant, la direction estime également que la provision inscrite dans le bilan (Pensionsrückstellung) constitue une méthode de financement peu sûre qui fait courir un risque injustifiable aux retraités. La solution adoptée a été la séparation de l'actif correspondant aux provisions (Sondervermögen) que l'on a confié irrévocablement à un fiduciaire, et dont l'investissement est effectué par un gérant indépendant (en l'occurrence une banque). La quasi-totalité du fonds est représentée par des valeurs à revenu variable : 60% environ des actions de sociétés allemandes et 40% environ d'actions de sociétés étrangères. Mais le compte, bien que séparé, ne prend pas moins la forme légale d'une écriture comptable interne de l'entreprise et reste la propriété de l'entreprise et non

celle d'un fonds de pension séparé. De ce fait, les revenus perçus sont imposés comme s'il s'agissait de revenus de l'entreprise elle-même; en outre, la partie des revenus étrangers retenus à la source qui ne peut être prise comme compensation à une partie des montants dus au titre de l'imposition allemande, s'inscrit en pure perte. Néanmoins, malgré ces complications et ces graves inconvénients fiscaux, la société estime que la méthode de capitalisation qu'elle a choisie est la moins mauvaise des options possibles et que les pertes fiscales encourues sont compensées par l'augmentation progressive des dividendes tirés de ses investissements.

5. En Italie, l'allocation retraite versée par l'Etat est graduée, c'est-à-dire que son importance varie en fonction du salaire cumulatif perçu durant la vie active. Ce régime est relativement évolué et continue à se développer grâce à la Loi italienne du 21 juillet 1965, le but ultime étant de permettre à un salarié ayant cotisé pendant 40 ans, de percevoir une retraite égale à 80% du salaire moyen des trois années précédant le départ à la retraite. Aussi, la nécessité et la portée d'un système de retraites complémentaires seront plus limitées que, par exemple, dans un pays où le régime gouvernemental d'allocations vieillesse est à la fois différent et moins ambitieux, les Pays-Bas par exemple. Le principal régime gouvernemental (l'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale) s'inspire d'une variante du principe de la répartition (les avoirs détenus dans les réserves, 550 milliards de lires en 1962, correspondaient à moins du tiers des allocations versées durant cette année-là, et son épargne nette, en d'autres termes, son accumulation de réserves, ne totalisait que 121 milliards, bien que ce dernier chiffre ait été porté à 428 milliards en 1964). La capitalisation des caisses publiques (I.P.A.M.T.) administrées par le Ministère du Trésor semble avoir correspondu à un taux de couverture plus adéquat, quoique vraisemblablement partiel (les prestations versées en 1962, 57,2 milliards de lires, étaient couvertes par des réserves de 598 milliards. L'accumulation de nouvelles réserves de 598 milliards. L'accumulation de nouvelles réserves — 69,8 milliards en 1962 — a été portée à 103 milliards en 1964.

(1) Si ces fonds veulent acheter des titres qui subissent l'impôt de retenue à la source, ils peuvent le faire sans perte de rendement, en achetant des titres de fonds de placement (SICAV) dont les dividendes sont payés sans déduction d'impôts. Mais si l'obstacle des impôts est ainsi surmonté, un fonds de pension perd, en contrepartie, sa liberté de choix car naturellement les titres réunis dans le fonds de placement sont sélectionnés par ce dernier en fonction de ses propres critères. Or, le choix d'investissements par les fonds de placement et plus particulièrement, leur politique en matière de distribution (distribution partielle ou intégrale des plus-values réalisées) n'est pas forcément idéale pour un fonds de retraite pour lequel les revenus actuels revêtent moins d'importance que les revenus à percevoir dans le futur, ses préférences en matière de revenus dépendent justement de la structure temporelle de ses engagements.

Ce qui distingue le régime italien de fonds privés c'est qu'ils ont pour premier but de fournir une protection en cas de licenciement. Un fonds créé à cette fin par un employeur semble ainsi revêtir un double aspect, puisqu'il sert de fonds de pension lorsque le salarié atteint la fin de sa vie active. Par ailleurs, la loi exige une indemnisation, que ce soit en cas de licenciement ou de départ à la retraite. Ici de nouveau, les caisses privées italiennes diffèrent des régimes en vigueur dans d'autres pays; ces régimes étant basés soit sur le principe du contrat privé soit sur celui de la gratuité.

Les données italiennes sur les fonds de pension privés comportent bien des lacunes. Un travail de défrichage statistique entrepris par des institutions financières⁽¹⁾, par la Banque d'Italie et par certaines autorités universitaires⁽²⁾ permet cependant de disposer de certains résultats utilisés dans le présent rapport. L'actif total de tous les fonds auxquels se réfèrent nos données (il s'agit d'un échantillon de deux tiers de l'ensemble des firmes du secteur privé italien dont le capital nominal est de 50 millions de lires ou plus) ainsi que celui des caisses E.N.E.L. (société d'électricité nationalisée) s'élevait à 1701 milliards de lires en 1964 (dernière année pour laquelle des calculs détaillés sont disponibles) dont 1130 milliards pour des entreprises industrielles et commerciales, 571 pour des banques et d'autres institutions financières. Dans ce dernier groupe, 178 milliards de lires correspondaient aux avoirs de fonds autonomes distincts, alors que dans le secteur industriel et commercial, il est peu vraisemblable que les avoirs de fonds autonomes — la plupart constitués par les filiales de sociétés étrangères — aient dépassé 80 milliards. Le solde représentant 85% des avoirs totaux, prenait la forme de comptes de provision dans le bilan de l'entreprise dont dépendait une caisse (Fondi di Licenziamento e di Anzianità). Le mécanisme est assez analogue à celui des Pensionsrückstellungen allemandes. Constitués selon des principes actuariels, ces fonds sont alimentés en franchise d'impôts et ne jouissent d'aucune priorité en cas de liquidation ou faillite de l'entreprise pour laquelle ils constituent une source « d'autofinancement ». Cependant, ils dépendent étroitement des variations du niveau général des prix et des salaires de même que leur sensibilité envers ces variations est encore plus grande que dans le cas des Pensionsrückstellungen allemandes; en effet, l'importance de ces fonds est nécessairement et obligatoirement fonction du dernier salaire perçu avant la retraite (et non comme c'est souvent le cas dans d'autres pays d'une moyenne des salaires présents et passés). Tout ce que l'on a pu dire plus haut des avantages financiers contestables de ce genre d'autofinancement, de son effet limitatif sur le marché des capitaux et de l'aptitude du marché à répartir de façon concurrentielle les ressources en capital disponibles ou de la nature controversée d'un endettement trop lourd des sociétés envers leurs retraités futurs,

s'applique avec une force égale aux caisses italiennes qui prennent la forme d'écritures comptables dans les bilans d'entreprises.

6. Nous n'avons pu trouver de données globales relatives aux fonds de pension complémentaires belges; néanmoins, il semble que le Ministère de la Prévoyance Sociale et le Ministère des Classes Moyennes étudient actuellement la possibilité d'organiser le rassemblement des statistiques nécessaires. Nous nous trouvons donc dans l'obligation de nous borner à quelques observations descriptives du cadre juridique et fiscal régissant le fonctionnement d'un fonds de pension éventuel.

En principe, toute institution belge dont le but est d'assurer des prestations de retraite futures devrait tomber sous le coup de la loi du 25 juin 1930 régissant les compagnies d'assurance (voir page 15 ci-dessus). Cependant, selon l'article I de cette loi, « les institutions établies à l'intérieur d'une entreprise privée regroupant les seuls employés d'une telle entreprise » n'y sont pas assujetties. En pratique, de telles institutions destinées à recueillir des cotisations versées par l'employeur et par les employés, à investir les capitaux ainsi accumulés et à verser des retraites doivent être indépendantes de l'entreprise pour que la cotisation patronale soit exemptée d'impôts. Elles prennent souvent la forme juridique d'une association indépendante sans but lucratif et, de ce fait, ne se trouvent pas « à l'intérieur de l'entreprise ». Pour cette raison, on a pu contester le fait qu'elles ne soient pas soumises à la réglementation régissant les compagnies d'assurances mais jusqu'à maintenant les autorités belges compétentes tolèrent les fonds de pension sous forme d'association sans but lucratif. Il semblerait toutefois que le Ministère des Affaires Economiques étudie actuellement une nouvelle législation dont l'effet serait de soumettre ces fonds à une réglementation.

En Belgique, cependant, un fonds de pension en tant que tel ne constitue pas une entité légale reconnue comme ayant droit à l'exemption d'impôts, et même une association sans but lucratif dont le seul but statutaire est de pourvoir aux retraites de ses membres, ne jouit pas non plus d'une exonération totale. En premier lieu, l'encaissement de revenus de titres belges ou étrangers est passible de l'impôt belge retenu à la source et non remboursable, 20% sur les dividendes, 15% sur les intérêts perçus; une association sans but lucratif ne peut pas non plus récupérer le précompte immobilier qui grève ses revenus immobiliers. En outre, le patrimoine d'une telle

(1) Cfr: La Finanza delle Assicurazioni Sociali in Italia, (1919-1962), Mediobanca, Milano, 1964.

(2) Cfr: Prof. A. Confalonieri, « I Fondi di Quiescenza », Milano 1966.

association est imposable au taux de 0,17% par an, et les plus-values réalisées en cas de vente de biens immobiliers peuvent également être imposées. Une rotation trop fréquente des valeurs de son portefeuille (substitution trop importante et trop fréquente d'un titre à la place d'un autre) peut, de surcroît, la rendre passible du plein tarif de l'impôt sur les sociétés. Mais d'un autre côté, le traitement accordé à un régime prenant la forme d'une A.S.B.L. est libéral, en ce sens qu'aucune limitation n'est imposée à la méthode employée pour le calcul actuariel de la cotisation patronale. La cotisation du salarié vient en déduction de son revenu imposable alors que la cotisation patronale n'y est pas assimilée (même pas en partie comme c'est le cas en Allemagne). Par ailleurs, une association sans but lucratif prêtant ses fonds à l'entreprise dont elle dépend mettrait en danger son statut juridique. La seule autre contrainte d'ordre juridique pesant sur ses investissements porte sur les biens immobiliers dont elle est propriétaire, qui doivent être destinés à l'usage de l'association (par exemple, pour abriter ses bureaux).

La liberté relativement étendue dont jouit une association sans but lucratif en ce qui concerne la répartition de ses investissements comme bon lui semble (et la délégation à un tiers des pouvoirs en matière d'investissements, une société de gérance, une banque, etc.) aussi longtemps qu'elle échappe à la législation régissant les compagnies d'assurances diffère radicalement de la situation dans laquelle se trouve un fonds de pension visé par cette réglementation. Dans ce dernier cas⁽¹⁾, pas plus de 15% de son patrimoine ne peut être investi en actions de sociétés belges, ni plus de 20% en actions étrangères dont chacune séparément d'ailleurs aura dû être agréée par le Ministère des Affaires Economiques. De plus, un minimum de 15% des avoirs doit être placé dans des bons de l'Etat belge, des bons garantis par celui-ci ou dans des obligations émises par des autorités provinciales ou communales. Toutefois, le montant consacré aux biens immobiliers peut représenter jusqu'à 65% du total. Cette réglementation est presque aussi stricte que celle qui est en vigueur en Allemagne.

Elle n'est pas de nature à encourager un flux d'épargne contractuelle vers le marché des titres en général, de même qu'elle désavantage très certainement le marché des actions en particulier.

Bien que le climat juridique et fiscal soit loin d'être celui qui favorise au mieux leur développement, il semble néanmoins que depuis dix ans environ, et plus particulièrement ces deux ou trois dernières années, nombre de sociétés belges (en majorité des filiales de sociétés étrangères) ont constitué des fonds de pension généralement sous forme d'association sans but lucratif, y ayant été incitées par le souci de stabiliser leurs effectifs (en diminuant le taux de rotation de leur personnel).

7. Les fonds de pension complémentaires dans le sens où ce terme est utilisé dans la présente étude, n'existent pas, pour ainsi dire, en France. Le patrimoine des mutuelles d'avant-guerre investi dans des titres à revenu fixe a été pratiquement anéanti par l'inflation des années de guerre et d'après-guerre. Plutôt que d'entreprendre la tâche de le reconstituer tout en versant les retraites qu'elles avaient été censées assurer (en d'autres termes plutôt que de faire payer à une seule génération de la population active les retraites de la génération précédente ainsi que la constitution des siennes propres), la France a adopté après la guerre, selon une décision prise par le Patronat et les Syndicats français et qui avait valeur d'exemple, le principe de la répartition. La décision était d'autant plus tentante que à l'époque, de l'avis général (erroné du reste), c'était le régime de la capitalisation en tant que tel et non la façon d'investir les capitaux qui ouvrait la voie aux conséquences néfastes de l'inflation. L'opinion publique française était très sensible à cette menace et, de ce fait, considérait que la capitalisation préalable des retraites était une méthode quasi certaine d'effriter leur valeur réelle.

Les fonds de pension tels qu'ils sont étudiés ici, étant d'une importance quantitative négligeable, le cadre juridique et fiscal régissant leur fonctionnement éventuel est mal défini. Il apparaîtrait qu'un tel fonds devrait, en premier lieu, solliciter l'agrément du Ministère du Travail, qui exigerait vraisemblablement qu'il ne fasse pas appel à des cotisations de la part des participants salariés, qu'il soit indépendant de l'entreprise qui le parraine, que le personnel de l'entreprise en soit le propriétaire et en gère conjointement le patrimoine et qu'au moins 50% des avoirs soient investis dans des obligations gouvernementales. Le Ministère des Finances admettrait sans doute que l'on considère que la cotisation patronale est une dépense en franchise d'impôt mais n'accorderait pas nécessairement d'exonération fiscale au fonds lui-même qui pourrait se voir ainsi grevé à la fois de l'impôt sur les sociétés et des impôts frappant les plus-values réalisées. Cependant, si l'on s'est efforcé de donner certaines indications, c'est uniquement à titre d'hypothèse car il semble qu'il n'y ait ni usage courant répandu ni jurisprudence bien établie en la matière.

Nous n'avons nullement l'intention de laisser entendre que, étant donné que les fonds de pension en France sont peu développés, ils n'apportent aucune contribution à l'épargne totale. Un régime de répartition contribue directement à l'épargne aussi longtemps que la répartition reste incomplète, autrement dit, aussi longtemps que les réserves continuent à s'accroître⁽²⁾. Il est vrai qu'en France le montant de

(1) Décret Royal du 17 juin 1931.

(2) D'un point de vue rigoureux, un régime de répartition qui comporte la création de réserves n'est pas un régime « pur » mais devrait être qualifié de « partiel » ou « modifié ».

ces réserves est modeste, si on le compare au revenu national, au taux élevé de couverture (la proportion de la population active participant à un régime complémentaire) ou au nombre de bénéficiaires. Elles ne sauraient être comparées aux réserves que l'on pourrait juger normalement satisfaisantes dans un régime s'inspirant de la capitalisation (les régimes regroupés au sein de l'ARRCO ont versé des retraites s'élevant à 2153 millions de francs en 1966, alors que leurs réserves totalisaient 5111 millions, soit un rapport de 1/2,4). Mais, dans le cadre d'un système de répartition, un tel niveau de réserves n'est pas négligeable. Il a pu être atteint grâce au rapport actuellement favorable entre le nombre de bénéficiaires et le nombre de cotisants, ainsi que la modération dont ont fait preuve les responsables du groupement qui n'ont pas procédé à la répartition intégrale des cotisations courantes. Malgré cela, le taux d'accumulation de réserves n'a cessé de diminuer depuis 1963⁽¹⁾. Les critiques du système français de répartition soutiennent que la distribution des prestations aurait dû être beaucoup plus limitée dans le passé afin de tenir pleinement compte de l'aggravation prévisible du rapport existant entre le nombre de cotisants et le nombre de retraités à soutenir.

Cependant, ceux qui critiquent la situation financière actuelle et prévisible des régimes complémentaires français, simplifient par trop cette question.

Un système basé sur la répartition ne s'engage aucunement à verser une retraite future certaine aux cotisants actuels (et ne devrait pas le faire car il en est intrinsèquement incapable) et, par définition, ne pourrait se heurter à des difficultés financières provoquées par une tentative pour faire face à des engagements qu'il n'a réellement pas pris. Dans un régime de répartition, la cotisation donne droit à un certain nombre de « points ». On ne peut prévoir aujourd'hui le montant correspondant de la retraite future. Il dépendra de la valeur monétaire accordée au « point » par la commission d'administration du régime au moment de la perception des prestations et du niveau moyen des salaires et traitements des cotisants futurs à ce régime. Il peut être juste ou non de reprocher aux commissions d'avoir été trop généreuses dans le passé. De même, il peut être exact ou non d'affirmer que les commissions d'administration en augmentant régulièrement la valeur du point

proportionnellement aux salaires et aux prix, ont ainsi ancré, tant chez les cotisants que chez les retraités, l'illusion que le niveau des prestations est solidement lié à tout jamais à celui des salaires des cotisants actifs (c'est-à-dire, en dernière analyse, que les retraités bénéficiant d'un régime de répartition jouissent d'une protection systématique contre l'inflation et participent automatiquement au partage du fruit d'une productivité en croissance régulière). On a, en effet, pu donner naissance à une telle illusion, d'où une certaine obligation morale de la part du régime français de ne pas la dissiper, ou du moins, pas trop brutalement. Cependant, il faut bien comprendre qu'aucun régime français de répartition n'est soumis à une obligation contractuelle ou juridique qui le forcera à épuiser dans ses réserves ou à s'endetter temporairement dans le seul but d'épargner les illusions du public. Le régime dispose toujours de la possibilité de diminuer chaque année la valeur qu'il accorde au point de retraite ou du moins de l'augmenter moins rapidement que ne montent les salaires des cotisants actifs. Ce faisant, il est en mesure d'éviter toute répercussion néfaste sur ses réserves, due à une modification démographique intervenant dans la population qu'il recouvre.

Ainsi, le rôle d'un régime de répartition dans la formation de l'épargne en France n'est-il pas nécessairement déterminé à tout jamais. Il pourrait, par voie d'une décision collective prise annuellement, continuer non seulement à accumuler des réserves dans l'avenir mais encore augmenter le taux d'accumulation. Toutefois, il est manifeste qu'un régime ne s'engagera pas trop loin dans cette voie, car il provoquerait ainsi une déception trop forte chez ses retraités ou ses cotisants approchant de l'âge de la retraite. C'est là une hypothèse d'ordre social dont la conséquence serait une baisse sensible, mais temporaire du taux d'accumulation des réserves de ce type de régime, baisse dont il est implicitement tenu compte dans les prévisions de croissance du patrimoine des caisses, que nous examinons au Chapitre III.

⁽¹⁾ A titre d'exemple, l'ARRCO a augmenté ses réserves de 943 millions de francs en 1963. On s'attend à ce que le chiffre correspondant pour 1967 s'établisse à 505 millions mais l'accroissement prévu pour 1968 sera vraisemblablement inférieur à 300 millions.

CHAPITRE III

La Croissance possible des fonds de pension

Le but du présent chapitre est de fournir un cadre condensé susceptible de servir de base de référence à l'élaboration de principes directeurs. A cette fin, des prévisions de développement des caisses de retraite privées non assurées dans les pays du Marché Commun ont été élaborées jusqu'en 1980 en supposant que le cadre fiscal et juridique actuel ne subisse aucune modification importante. Cependant, étant donné le but de ces prévisions, on n'a pas procédé à l'élaboration d'un modèle analytiquement rigoureux de croissance des caisses de retraite. On s'est plutôt attaché à donner *a*) une description d'ordre statistique de la situation actuelle dans un domaine où la documentation disponible est fort insuffisante *b*) une appréciation des tendances actuelles et des possibilités de croissance à long terme et *c*) une analyse de différents facteurs pouvant influencer la croissance des fonds de pension, ainsi que les relations sous-jacentes; analyse suffisamment détaillée pour que l'on puisse procéder éventuellement à une estimation des effets quantitatifs de la mise en oeuvre d'une politique donnée. Seuls apparaissent dans ce qui suit les aspects saillants de l'analyse.

1. *Données statistiques et estimations*

Comme on l'a déjà remarqué au Chapitre II, les données statistiques relatives aux fonds de pension privés sont peu nombreuses et ne sont pas comparables d'un pays à l'autre. A l'exception des Pays-Bas, aucun pays membre de la Communauté ne publie tout l'éventail de données concernant les fonds de pension dont il faudrait disposer pour pouvoir procéder à une évaluation des perspectives de croissance de ces derniers, qu'il s'agisse du nombre d'affiliés, du nombre de pensionnés ou de la comptabilité des fonds. Ainsi, bien que dans une grande mesure les recherches aient porté sur la constatation des faits, il n'en a pas moins fallu construire, morceau par morceau, les séries chronologiques relatives à la plupart des régimes de retraites complémentaires à partir de quelques rares données utilisées comme base fixe de référence, des résultats de divers sondages entrepris à une petite échelle ou, tout simplement, de l'expérience de telle ou telle société. Les estimations ainsi élaborées se trouvent en Annexe B de ce rapport. Si on peut considérer qu'elles sont suffisamment solides et plausibles pour que l'on puisse s'en servir pour cette présente analyse, on ne saurait leur accorder, en dehors de ce cadre, une valeur quelconque sur le plan de l'interprétation, et encore moins considérer qu'elles ont le caractère de données statistiques. Les chiffres présentés pour la Belgique, pays où aucune donnée

relative aux régimes privés non assurés n'est publiée, sont particulièrement susceptibles de comporter de grossières erreurs et si on les a inclus dans les tableaux qui suivent, c'est dans le seul but de permettre le calcul de totaux se rapportant à l'ensemble des pays du Marché Commun.

2. *Portée de l'analyse*

Mises à part les variations de couverture et de sérieux des données statistiques qui viennent d'être signalées, il existe de grandes différences entre les pays de la Communauté en ce qui concerne l'importance relative des diverses catégories de régimes de retraite de même que l'on constate des différences notables dans l'évolution d'ensemble des régimes non assurés d'un pays à l'autre. Le secteur « visé » par la présente analyse se compose plus exactement des seuls régimes complémentaires privés qui prennent la forme de personnes morales (autonomes) et qui continuent à accumuler (et à investir) les capitaux nécessaires pour faire face à leurs obligations futures en matière de prestations de retraite. Cependant, nous sommes dans l'impossibilité de limiter notre analyse à ces seuls régimes. En effet, toute analyse valable de leur croissance possible doit tenir compte du rôle joué par d'autres types de régimes privés complémentaires⁽¹⁾, assurés ou non, capitalisés ou non.

De même, toute estimation relative à l'importance des prestations complémentaires futures suppose que l'on ait tenu compte de l'évolution des régimes nationaux de Sécurité Sociale. Enfin, il convient de prendre en considération même si ce n'est que pour mémoire, certaines grandes caisses de retraite administrées par le secteur public (en Allemagne, en Italie et en France), étant donné que leur importance vis-à-vis du marché des capitaux dans ces pays est au moins comparable à celle des caisses privées. Les chiffres qui suivent permettent de comparer l'importance relative des grandes catégories de caisses complémentaires; les actifs (réserves) des caisses en 1966 sont exprimés *en pourcentage* du PNB pour les pays du Marché Commun ainsi que pour quelques autres pays.

(1) De même, toute évaluation des répercussions de telle ou telle décision, d'ordre politique implique une connaissance de l'évolution d'autres modalités utilisées en vue de prévoir le versement des retraites.

Régimes privés non assurés

(en pourcentage du produit national brut)

	Autonomes	Autres fonds ⁽¹⁾	Répartition	Total	Fonds publics	Régimes assurés	Sécurité Sociale
Allemagne	2,8	4,7	—	7,5	2,1	0,4-0,5 ⁽²⁾	6,3
France	— ⁽⁷⁾	—	2,0	2,0	..	—	.. ⁽⁸⁾
Italie	0,9-1,1	6,6	—	7,6	2,6 ⁽³⁾	0,2-0,3	4,6
Pays-Bas	17,8	—	—	17,8	13,4	1,5-2	..
Belgique/Luxembourg (*)	3,7	—	—	3,7	2-3	2-3	9,6
CEE - total (pr/comparaison:)	2,6	3,0	0,7	6,2	3,8 ⁽⁴⁾	0,7 ⁽⁴⁾	..
Etats-Unis	8,5	—	—	8,5	8,1 ⁽⁴⁾	4,2	2,8
Royaume-Uni	9,4	—	—	9,4	5,9	7,4	..
Suède	(11,2) ⁽⁶⁾	—	—	—	11,2 ⁽⁶⁾	—	..

(*) Estimations approximatives, réalisées uniquement afin de pouvoir calculer un total général pour la CEE

(1) Inscriptions comptables dans les bilans d'entreprises.

(2) 2,1 % si l'on compte les régimes basés sur l'affiliation individuelle.

(3) IPAMT seulement.

(4) Régimes de retraites nationaux et locaux ainsi que les régimes afférents à la fonction publique et aux chemins de fer.

(5) Fonds National de Pension.

(6) France non comprise.

(7) — signifie 0 ou chiffre négligeable.

(8) .. signifie donnée non disponible; pas d'estimation.

Il convient de formuler trois remarques au sujet de ce tableau. En premier lieu, bien que les régimes privés complémentaires soient toujours moins importants en moyenne dans la Communauté (7% environ du PNB) qu'aux Etats-Unis (12,7%) ou au Royaume-Uni (16,8%), on constate de très grandes différences entre les pays de la Communauté. Le « poids » des fonds de pension aux Pays-Bas (soit 19-20%) est vraisemblablement plus élevé que dans n'importe quel autre pays du monde, alors qu'il est clair que l'apport au marché financier français des réserves de fonds de pension du « type répartition » est pour ainsi dire négligeable. En deuxième lieu, les fonds capitalisés et autogérés (décrits dans les tableaux par le terme « autonomes ») représentent une forme de régime complémentaire bien moins répandue dans le Marché Commun (de nouveau, les Pays-Bas constituent une exception) que dans les pays anglo-saxons. Ce qui est dû en grande partie au cadre fiscal et juridique défavorable dont une description détaillée a été faite dans le chapitre précédent. En dernier lieu, il ressort de la documentation réunie pour les pays de la Communauté que les régimes assurés n'y jouent qu'un rôle assez limité (bien que ceux-ci paraissent plus importants si on considère le nombre de souscripteurs de polices plutôt que le volume des prestations assurées) de sorte qu'ils peuvent être laissés de côté sans mettre en cause les prévisions de croissance future. On remarquera, par contre, qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ces régimes entrent en concurrence active avec les fonds de pension non assurés.

3. Hypothèses de base

Nous ne nous sommes pas donné comme objectif de prévoir l'évolution la plus probable. Les prévisions mises en avant dans ce chapitre se basent sur un jeu d'hypothèses dont certaines étaient imposées par le but même de l'étude alors que d'autres ont été retenues comme étant les plus convenables.

Il convient de répéter que l'hypothèse fondamentale concerne le cadre institutionnel régissant les activités des fonds de pension. On suppose, explicitement, que tous les aspects de la politique gouvernementale pouvant influencer sur les fonds de pension (législation fiscale, réglementation des pratiques en matière de capitalisation ou d'investissement de réserves, procédures de surveillance et contrôle etc.) resteront ce qu'ils sont à l'heure actuelle.

L'approche utilisée (ratio analysis) repose essentiellement sur les relations constatées tant entre les principaux « indicateurs » statistiques de la croissance des fonds de pension qu'entre les régimes adoptés et l'évolution socio-économique. Au sujet de cette dernière, il a fallu adopter un certain nombre d'hypothèses explicites. Celles-ci portent plus particulièrement sur l'évolution démographique (population, structure d'âge, taux d'activité, main-d'oeuvre et emploi dans le secteur privé non agricole); les tendances économiques (PNB, épargne, investissement, augmentation du niveau général des prix); enfin, l'évolution future des régimes de Sécurité Sociale (nombre de retraités,

allocation moyenne vieillesse et dépendants, etc.). Ces hypothèses se trouvent exposées dans les tableaux 1, 5 & 6 ci-dessous et dans les tableaux A3 et A5 de l'Annexe (1). De nouveau, il a semblé plus important de rechercher la cohérence interne des variables objets de la prévision plutôt que de s'efforcer d'élaborer des prévisions de croissance économique aussi réalistes que possible et étayées par des études spéciales.

Outre les hypothèses explicites dont il vient d'être fait état, les prévisions supposent *implicitement* que les pratiques actuelles en matière de capitalisation et les variables connexes resteront inchangées dans l'ensemble. Ainsi, et à titre d'exemple, nous avons supposé que les conditions d'éligibilité (âge, durée de service), les méthodes actuarielles employées, les limites d'âge de la retraite (hommes 65 ans, femmes 60 ans), les rapports retraités/dépendants, etc. ... ne subiraient pas de modification notable durant la période à laquelle se réfèrent nos prévisions.

4. Cadre conceptuel

La méthode utilisée diffère, dans son approche même, de celle adoptée dans d'autres études sur ce sujet (notamment, celle de D.M. Holland et P.P. Harbrecht sur les Etats-Unis). Alors que les ouvrages auxquels il est fait allusion s'efforcent d'établir les prévisions des réserves de fonds à partir des flux comptables influant sur son évolution (cotisations, rendement des investissements, prestations), il est surtout question dans la présente analyse du comportement de la relation entre les réserves par salarié affilié (ou par membre actif) et l'importance moyenne des versements de prestations (retraite par bénéficiaire) (2). En effet, dès lors que la proportion de la main-d'oeuvre affiliée est connue (« taux d'affiliation »), il suffit de postuler le taux d'augmentation prévu de la prestation moyenne pour en tirer des prévisions de l'évolution des réserves d'un régime donné.

Cette vue de la « dynamique » interne des fonds de pension se fonde sur la pratique actuelle en matière d'administration de ces fonds. En effet, on s'efforce à tout moment de maintenir les réserves au niveau estimé suffisant (ou imposé par la législation) pour faire face aux versements présents et futurs. Toute sur-capitalisation ou sous-capitalisation est ajustée normalement par voie de diminution ou d'augmentation appropriée des cotisations.

En résumé, au lieu de postuler des hypothèses distinctes et par nécessité indépendantes (sinon incohérentes) au sujet des cotisations et des prestations, l'analyse prend directement en considération l'importance des réserves de caisses par rapport au nombre d'affiliés et par rapport à la prestation moyenne. Le

nombre de bénéficiaires peut être évalué à partir d'une fonction décalée du nombre d'affiliés, fonction ajustée sur les données du passé.

Les variables *primaires*, c'est-à-dire les séries et les relations essentielles pour pouvoir entreprendre l'analyse proposée sont donc au nombre de trois:

— l'effectif des affiliés (étudié par rapport à l'emploi du secteur privé non agricole, et dont les prévisions d'évolution sont basées sur ce rapport);

— les prestations par retraité (rapportées au salaire net moyen et l'évolution des allocations vieillesse versées par la Sécurité Sociale);

— le montant des réserves par affilié (rapporté aux prestations moyennes au *taux d'augmentation* des prestations moyennes et à la relation bénéficiaires/affiliés). Le rapport entre les réserves par affilié et les prestations moyennes (« rapport RPA/PM ») dépend en outre de la structure d'âge des affiliés, des taux d'actualisation retenus ainsi que du taux de rendement des investissements, mais ce sont là des variables que l'on suppose n'évoluer que lentement dans le temps.

On tiendra compte également d'un certain nombre de variables *secondaires* au sujet desquelles des prévisions seront établies afin de pouvoir évaluer ou de mettre en évidence l'importance future des régimes complémentaires de retraite dans les économies des pays de la Communauté (comparaisons avec le PNB, l'épargne, la formation de capital fixe) et dans leurs marchés financiers (investissements et avoirs des caisses autonomes comparés aux émissions de titres). Voici deux exemples de ces variables secondaires: les cotisations et les revenus nets des fonds placés. Par ailleurs l'attention portée aux implications financières des caisses de retraite exige que l'on considère séparément, d'une part, les régimes autonomes et les caisses constituées par des inscriptions comptables aux bilans d'entreprises, d'autre part, les régimes capitalisés, ou les régimes de répartition.

Les *prévisions* elles-mêmes, ainsi que les principales hypothèses sous-jacentes sont présentées dans une série de tableaux, avec un minimum de commentaires.

(1) On trouvera également dans l'annexe A (voir page 49 pour la table des matières) des séries chronologiques relatives aux variables générales principales pour lesquelles des prévisions ont été établies (variables démographiques, économiques et celles relatives à l'évolution de la sécurité sociale).

(2) C'est une relation qui se trouve avoir nombre de caractéristiques stables sur le plan tant empirique que théorique et qui peut, de ce fait, être utilisée à des fins prévisionnelles. On s'y réfère dans le texte suivant et dans les tableaux de l'Annexe sous le terme « rapport RPA/PM » — « réserves par affilié/prestations moyennes »; le terme « k-multiple » ayant été adopté pour le texte anglais. (Se reporter aux pages 31 - 33 - 34 pour d'autres observations.)

Chaque tableau comprend des estimations pour les pays du Marché Commun relatives aux trois grandes catégories de régimes complémentaires non assurés: « régimes autonomes », « régimes capitalisés, total » (dont le solde est représenté par les caisses inscrites aux bilans) et « régimes de répartition » (c'est-à-dire la France). Des estimations sont présentées à titre de comparaison pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, bien que les caisses assurées soient comprises dans le dernier cas. En ce qui concerne les grandes caisses du secteur public (Allemagne, Italie, Pays-Bas), les prévisions ont été établies sur la base de méthodes assez approximatives, en omettant plusieurs stades du processus de dérivation. De ce fait, les estimations relatives à ces caisses n'ont pas été reproduites dans tous les tableaux.

5. Prévisions relatives à l'affiliation

La première série d'hypothèses relative à l'emploi privé non agricole, ci-après EPN, figure au tableau 1. Le seul commentaire à ce sujet est que, étant donné que le EPN est défini de manière à exclure tout emploi dans le secteur public (et dérivé statistiquement par soustraction des employés du transport et des communications de façon à fixer un plafond raisonnable à la croissance de l'affiliation aux fonds privés) il sous-estime le EPN réel dans la plupart des pays du Marché Commun, notamment par comparaison avec le chiffre des USA et de la Grande-Bretagne. La proportion des retraités, c'est-à-dire des ex-travailleurs du secteur privé non agricole, est encore plus sous-estimée, également pour des raisons techniques. Il s'agit, dans ce cas, de séries de références et non de limites ultimes au nombre de pensionnés, qui sont calculées en fonction de l'affiliation à leurs propres régimes de pension.

Le tableau 2 présente la croissance de l'affiliation aux fonds privés *non assurés* relative au EPN (à l'exception des USA). Bien que la législation restrictive ne semble pas interférer avec les caractéristiques de la croissance de l'affiliation totale (courbe en S) elle agit en fait comme un frein sur les taux de développement des fonds autonomes, notamment en Allemagne.

Il est admis qu'un plafond effectif au développement de l'affiliation résulte, bien en dessous de 100%, de l'inclusion de jeunes travailleurs dans le EPN, de l'existence de conditions d'éligibilité variables d'un pays à l'autre, du travail temporaire et de l'immigration, et dans une moindre mesure des dispositions des systèmes légaux de sécurité sociale. Etant donné que ces facteurs varient considérablement selon les pays, nos hypothèses sur les plafonds diffèrent également assez largement. En France (cf. tableau 3 ci-dessous) en Hollande et en Allemagne (80% et 75% respectivement), les conditions favorisent la croissance de l'affiliation, excepté pour les fonds de secours

allemands qui souffrent de la limitation de l'admission en déduction d'impôts, des contributions, à 1,5% des frais de personnel. En Italie et en Belgique (40% et 45%) la diffusion des fonds privés complémentaires est compromise par l'existence de systèmes de sécurité sociale très développés. L'imposition de plafonds sur les revenus de références laisse cependant de la place pour l'expansion de systèmes complémentaires parmi les groupes à revenus élevés. Les projections de ce chapitre relatives aux USA sont extraites directement des travaux de D. M. Holland⁽¹⁾, dont l'hypothèse est un plafond de 67%. L'obstacle en Grande-Bretagne est la popularité des régimes privés assurés, spécialement pour les petites entreprises, ce qui tend à limiter l'affiliation aux fonds privés non assurés à 40% environ du EPN.

Le tableau 3 ci-après montre les implications de nos hypothèses de pénétration pour le nombre de travailleurs affiliés suivant les pays et suivant les principaux types de fonds.

Le nombre de pensionnés correspondant à nos prévisions d'affiliation (cf. tableau 4) dépasse les séries de références, c'est-à-dire les « EPN » en retraite, non seulement à cause de la sous-estimation à laquelle nous venons de nous référer mais aussi parce que les « pensionnés » comprennent aussi *a)*, les dépendants et les survivants d'anciens travailleurs ayant droit à des versements de retraite (en dépit des ajustements) et *b)* d'anciens travailleurs dont les droits à pension sont limités en raison d'une durée limitée de service, ce qui tend à diminuer les prestations moyennes considérablement en dessous du niveau stipulé par la plupart des systèmes complémentaires en fin de carrière. Ce dernier phénomène conduit aussi à un nombre disproportionné de pensionnés (cf. Annexe Tableau B-11) dans les premiers stades de développement des fonds dans la plupart des pays, y compris les USA.

6. Prévisions relatives aux prestations

Les principales considérations qui sont à la base de nos prévisions sur le montant moyen des pensions sont la croissance des traitements et salaires par employé (nets de la contribution de l'employeur à la sécurité sociale) et l'évolution probable des prestations de retraite dans le système légal d'assurances sociales. Nos hypothèses concernant ces facteurs sont indiquées dans les tableaux 5 et 6. Les prévisions sur le salaire

(1) « Private Pensions Funds: Projected Growths », NBER 1966 « hypothèse A25 C3 ». Nous avons modifié l'hypothèse sur le versement moyen en 1980 (\$ 1,350) à \$ 2,150. Ce chiffre atteignait déjà \$ 1,150 en 1965. En conséquence, notre projection sur les actifs des fonds atteint \$ 335 milliards au lieu de \$ 205 milliards (ou \$ 234 milliards = hypothèse maximum) chez D.M. Holland.

TABLEAU 1

Tendance de l'emploi privé non agricole (EPN) (1)

(millions de personnes)

		1960	1965	1970	1975	1980
<i>En activité</i>						
Deutschland		16,6	17,8	18,1	18,7	19,7
France		9,0	10,2	12,4	13,8	15,2
Italia		7,9	8,1	9,9	10,7	11,7
Nederland		2,6	3,1	3,4	3,7	3,8
Belgique/Luxembourg		1,8	2,0	2,25	2,3	2,35
CEE, Ensemble		37,9	41,3	46,0	49,2	52,7
U.S.		45,8	50,4	56,0	61,3	67,2
U.K.		18,8	20,2	20,5	20,6	21,4
<i>En retraite</i>						
Deutschland		1,63	2,00	2,3	2,55	2,55
France		1,08	1,22	1,6	1,9	2,0
Italia		0,66	0,77	1,0	1,2	1,4
Nederland		0,30	0,34	0,35	0,4	0,45
Belgique/Luxembourg		0,26	0,31	0,35	0,4	0,4
CEE, Ensemble		3,92	4,63	5,6	6,45	6,7
U.S.		5,21	5,99	6,5	7,1	7,7
U.K.		2,60	2,99	3,1	3,3	3,4

(1) Le lecteur trouvera les sources des données historiques dans l'annexe (voir Liste des Tableaux, p. 49).

TABLEAU 2

Prévisions du taux d'affiliation

(Travailleurs affiliés aux fonds capitalisés privés et non assurés en pourcentage de l'EPN)

		1960	1965	1970	1975	1980
Deutschland	- autonomes (1) (3)	16	17,5	19,5	21	22
	- total	44,5	51,6	57	61	64
Italia	- autonomes	1,5	2	3	4	5
	- total (3)	18,5	23,5	28	32	35
Nederland	- autonomes (2) (3)	53,9	56,1	61	65	69
Belgique/Luxembourg (*)		15	20	26	31	35
CEE	- autonomes	12	13	14	15	16
	- ensemble	27,5	32	34	36,5	38,5
U.S.	- autonomes (4)	46,5	50,5	58	60,5	61,5
U.K.	- autonomes	14	18	24	29	33

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) En plus des Pensionskassen, comprend les Unterstützungskassen, pour lesquelles le taux d'affiliation est limité en 1980 à environ 9,5 % comparé avec 7,5 % en 1965 à cause de la législation actuelle.

(2) Y compris les fonds, et d'industries et d'entreprises.

(3) Les employés d'entreprises publiques qui figurent dans les données ne sont qu'une proportion mineure dans les totaux.

(4) Y compris les fonds assurés et les plans de répartition de bénéfices différés.

TABLEAU 3

Salariés affiliés par pays et par type principal de fonds ⁽¹⁾

(millions)

	1960	1965	1970	1975	1980
<i>Fonds de pension capitalisés, privés, non assurés</i>					
Deutschland - autonomes	2,66	3,12	3,52	3,92	4,3
- total	7,4	9,2	10,3	11,4	12,6
Italia - autonomes	0,12	0,16	0,30	0,43	0,6
- total	1,45	1,9	2,75	3,4	4,1
Nederland (autonomes)	1,43	1,72	2,05	2,4	2,65
Belgique/Luxembourg (*)	0,25	0,4	0,6	0,7	0,85
CEE - autonomes	4,5	5,4	6,5	7,0	8,4
- total	10,5	13,2	15,7	17,9	20,2
U.S. (autonomes)	21,2	25,6	32,5	37,1	41,4
U.K. (autonomes)	2,6	3,6	4,9	6,0	7,1
<i>Ensemble de fonds privés, non assurés dans la CEE ⁽²⁾</i>	16,7	23,4	29,2	34,4	39,7
<i>Fonds de pension privés partiellement capitalisés et fonds publics</i>					
Deutschland - publics	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
France - répartition ⁽²⁾	6,2	10,1	13,5	16,5	19,5
Nederland - publics	..	0,49	0,55	0,6	0,7

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

⁽¹⁾ Prévisions: Tableau 1 par tableau 2 pour les fonds privés capitalisés.

En pourcentage de l'emploi total non agricole pour la France (de 74 % en 1965 à 100 % en 1980).

Sur la base d'une proportion constante ou de croissance lente de l'emploi dans le secteur public pour les fonds publics.

⁽²⁾ Y compris salariés affiliés des entreprises privées et publiques et quelques personnes travaillant à leur compte.^(*) Y compris la France (répartition).

TABLEAU 4

Prévisions relatives aux pensionnés

	Millions de personnes ⁽¹⁾			En % de la population privée non agricole retraitée		
	1965	1970	1980	1965	1970	1980
Deutschland - autonomes	0,46	0,65	1,05	23	28	41
- total	1,40	2,1	3,0	70	90	120
Italia - autonomes	0,04	0,09	0,16	5	9	11,5
- total	0,22	0,35	0,6	28	35	45
Nederland (autonomes)	0,32	0,4	0,6	94	110	145
Belgique/Luxembourg (*)	0,06	0,09	0,16	20	27	40
CEE ⁽²⁾ - autonomes	0,88	1,23	1,97	26	31	42
- total	2,0	2,95	4,4	59	74	94
France (répartition)	1,6	2,7	3,9	69 ⁽²⁾	100 ⁽²⁾	125 ⁽²⁾
U.S.	2,7	3,9	7,5	45	60	97
U.K.	0,6	1,1	1,8	20	35	53

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE

⁽¹⁾ En principe salariés en retraite seulement; dans la pratique les données sont susceptibles de comprendre des parents et survivants non titulaires de pensions de vieillesse.⁽²⁾ En pourcentage de la population retraitée totale.^(*) Non compris la France pour les pensionnés et la population non agricole retraitée.

net moyen, sont cohérentes avec nos hypothèses sur la productivité et l'accroissement des prix (cf. Annexe A), et prennent en considération la part (généralement croissante) des coûts d'assurances sociales supportée par l'employeur en fonction à la fois des objectifs officiels de la politique sociale et des tendances déficitaires des systèmes d'assurances sociales qui sont évidentes dans la plupart des pays étudiés. L'une des raisons des difficultés actuelles que connaît la sécurité sociale dans pratiquement la totalité des pays est, bien entendu, le désir de la plupart des gouvernements d'améliorer les prestations vieillesse en pourcentage des salaires de références, ce qu'aggrave en outre les modifications de la composition par âge de la population.

Ainsi qu'il est indiqué dans le tableau 7, les prestations de retraite complémentaires devraient décroître légèrement relativement aux traitements et salaires en Italie, ainsi qu'aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. En Allemagne nous attribuons la régression persistante de la « formule de prestation » moyenne plus aux obstructions législatives imposées aux régimes privés, en particulier en ce qui concerne les fonds de secours, qu'aux améliorations prévues de la sécurité sociale. Dans les pays du Bénélux le caractère régressif des systèmes de sécurité sociale favorise une augmentation continue des prestations complémentaires liées aux revenus encaissés durant les périodes de gain maximum. Enfin, en dépit des objectifs optimistes des régimes de pensions complémentaires en France, qui constituent la majeure partie des revenus de retraite-cadres par exemple, la croissance de la formule de prestations moyennes dans ce pays est restreinte par la discipline financière qui résulte de l'affaiblissement de la croissance de l'affiliation et des possibilités réduites d'augmenter les taux de cotisation sans nouvelle législation. Notre hypothèse est que le ratio moyen réserves/prestations des systèmes complémentaires français ne descendra pas en dessous de 1.0 (contre 2.2 en 1966). Ce ratio semble devoir être atteint avant 1975.

Les résultats des hypothèses qui viennent d'être détaillées sont résumés dans le tableau 8 ci-après. Le fait remarquable est que, en dépit des efforts en sens contraire, le taux d'accroissement des prestations moyennes devrait ralentir durant la période étudiée dans tous les pays de la C.E.E., à l'exception de la Hollande, où une accélération marquée semble impliquée par les données de base.

7. Prévisions relatives aux réserves des fonds

Le calcul des actifs des fonds que requièrent les pensions moyennes dont la prévision vient d'être faite ci-après est l'étape finale, et certainement la plus difficile, de l'analyse. Elle demande la compréhension

(au sens actuariel) d'une relation complexe : Le ratio entre les réserves moyennes des fonds et les prestations moyennes (le rapport RPA/PM). Faute d'espace, nous devons nous contenter de décrire les principaux résultats de notre analyse.

Les quatre facteurs principaux qui influent sur le « rapport RPA/PM » sont (1) la structure d'âge des affiliés, (2) le taux d'escompte et/ou le taux de rendement sur les fonds investis; (3) les pensionnés : ratio des membres actifs; et (4) le *taux* d'accroissement des prestations moyennes.

Ainsi que nous l'avons dit ci-dessus, les deux premiers facteurs peuvent être négligés sur la longue période en raison de leur stabilité relative (les fluctuations à court terme du taux d'intérêt n'ont pas de rapport avec notre problème, en raison des longs délais d'ajustement des réserves aux prestations); ils sont néanmoins importants pour expliquer les différences d'un pays à l'autre (ou d'un fonds à l'autre) dans le « rapport RPA/PM », qui est inversement fonction de l'un et de l'autre. L'effet de la proportion des affiliés retraités aux affiliés actifs est également relativement modéré, mais constitue un facteur persistant de croissance.

Le facteur de loin le plus important du « rapport RPA/PM » est le taux de croissance des prestations moyennes, ou, dans la mesure où il est lié aux revenus, des salaires moyens. Une variation de ces derniers, par exemple de 5% à 7% par an, ferait progresser, toutes choses égales d'ailleurs, le « rapport » de 4 à 5. Dans des conditions stables de croissance, de structure des âges, etc., le « rapport » devrait demeurer constant. Il peut être intéressant de noter que si ces conditions devaient se rapprocher de celles prévues pour, par exemple, l'Allemagne durant la prochaine décennie, avec des régimes privés dont la « maturation » se ferait à un ratio pensionnés/membres actifs de 30%, le « rapport RPA/PM » devrait théoriquement s'établir aux alentours de 4.4,5⁽¹⁾. Ces développements, essentiellement théoriques, sont confirmés statistiquement par l'évolution des fonds de pension américains au sujet desquels la documentation est beaucoup plus satisfaisante, et dont la « maturité » est relativement plus grande.

Le tableau 9, page 33, expose l'expérience récente (sous réserve de distorsions dues à des erreurs d'estimation) des pays et des régimes complémentaires passés en revue ici, ainsi que les implications des hypothèses formulées pour chacun d'eux sur l'évolution future du « rapport RPA/PM ». Le tableau 10 traduit ces hypothèses en prévision de réserves par

(¹) Dans les hypothèses indiquées, cette valeur correspond à un ratio réserves/prestations, situé entre 13/1 et 15/1.

TABLEAU 5

*Prévisions des salaires et traitements nets ⁽¹⁾
par travailleur (non agricole)*

	Milliers d'unités monétaires nationales ⁽²⁾				
	1960	1965	1970	1975	1980
Deutschland	6,04	9,2	12,8	17,8	25
France	8,9	12,9	18	25,2	34,5
Italia	0,74	1,29	1,9	2,8	4,15
Nederland	5,65	8,5	11,3	15	20
Belgique	87,7	121	164	218	295
U.S.	5,25	6,2	7,8	10	12,5
U.K.	0,67	0,87	1,11	1,4	1,85

⁽¹⁾ Rémunération, à l'exclusion des contributions des employeurs à la Sécurité Sociale.

⁽²⁾ Sauf Italie: millions.

TABLEAU 6

*Prestations de vieillesse de l'État en %
des salaires moyens non agricoles ⁽¹⁾*

	1960	1965	1970	1975	1980
Deutschland	46	43	50	55	60
France	20,5	26,5	29	33	37
Italia	45,5	53	60	65	70
Nederland	41	55	50	55	60
Belgique	68	66	70	70	70
U.S.	26,5	26,5	30	33	37
U.K.	18	21	23	25	30

⁽¹⁾ Sans les contributions des employeurs à la Sécurité Sociale.

TABLEAU 7

*Prévisions des formules de prestations
(Prestation complémentaire moyenne en % des salaires moyens non agricoles ⁽¹⁾)*

	1960	1965	1970	1975	1980
Deutschland - autonomes	15	13,5	12	11	10
- total	13,5	12	12	11	10
Italia - autonomes	54	60	56	52	48
- total	28	35	33	30	28
Nederland (autonomes)	13,4	11,1	11	12	15
Belgique/Luxembourg (*)	20	22	24	26	27
France (répartition)	22,5	22	23	24	25
U.S.	19	18,5	18	17,5	17
U.K.	31	29	30	31	32

^(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

⁽¹⁾ Sans les contributions des employeurs à la Sécurité Sociale.

TABLEAU 8

Prévisions du volume des prestations complémentaires

	Prestations totales (1) (milliards d'unités monétaires nationales)				Prestation moyenne (2) (milliers de monnaie nationale) (3)	
	1965	1970	1975	1980	1965	1980
<i>Fonds privés capitalisés</i>						
Deutschland - autonomes	0,55	0,95	1,7	2,8	1,3	2,7
- total	1,60	3,2	5,0	7,5	1,13	2,5
Italia	30	95	180	250	770	2 000
- autonomes						
- total	100	230	400	700	450	1 160
Nederland - autonomes	0,30	0,50	0,90	1,8	0,94	3,0
Belgique/Luxembourg (*)	1,6	3,6	7,0	12,8	27	80
U.S.	3,1	5,5	10	16	1,15	2,15
U.K.	0,15	0,37	0,65	1,1	0,25	0,59
<i>Fonds de pension privés capitalisés et fonds publics</i>						
France (répartition)	4,5	11	20	33,5	2,81	8,6
Deutschland - publics (4)	0,5	0,9	1,4	2,1	0,98	3,0
Nederland - publics (4)	0,8	1,2	2,2	3,5	5,2	12,0

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) Pensionnés (de Tableau 4) multiplié par prestation moyenne.

(2) Prévisions faites en appliquant les formules de prestations moyennes (Tableau 7) aux salaires et traitements moyens (Tableau 5). On suppose que les proportions sont constantes pour les salaires et pensions dans le secteur public.

(3) Voir l'annexe Tableau B - 11 pour les taux implicites de croissance par période de 5 ans.

(4) Pensionnés (y compris parents et survivants) projetés sur la base des pourcentages suivants d'affiliation:

Deutschland: 30 % (1965), 31 % (1970), 34 % (1975), 36 % (1980).

Nederland: 33 % (1965), 37 % (1970), 40 % (1975), 42 % (1980).

TABLEAU 9

Tendances dans le rapport RPA/PM dans l'ensemble des fonds capitalisés

	1960	1965	1970	1975	1980
<i>Fonds privés non assurés</i>					
Deutschland - autonomes	3,3	3,6	4,0	4,3	4,5
- total	2,6	3,2	4,2	4,5	4,8
Italia	3,7	3,1	3,5	3,8	4,1
- autonomes					
- total	3,7	3,1	3,5	3,8	3,8
Nederland - autonomes	6,7	7,4	7,5	7,8	8,3
Belgique/Luxembourg (*)	2,0	2,5	2,7	3,0	3,5
U.S. (y compris assurés) (1)	2,4	2,9	3,3	3,6	3,8
U.K.	3,8	3,5	3,6	3,8	4
<i>Fonds publics</i>					
Deutschland	4,2	5,7	5,5	6,0	6,5
Nederland	3	3,4	4	4,5	5
U.S. (2)	2,7	2,7	2,7	2,9	2,9
U.K. (3)	1,5	1,8	2	2,3	2,5

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) Voir note au bas de la page 28.

(2) Fonds d'État et de départements impliqués par les prévisions de D. M. Holland (Voir Fonds de pension privés, pp. 131, 135): supposition A₂₂C₃ adoptée.

(3) Fonds nationaux et locaux, c'est-à-dire y compris un certain nombre de plans basés sur transferts courants d'où les rapports faibles.

TABLEAU 10
Réserves des fonds de pension privés non assurés
 (Fin d'année)

	Milliards d'unités monétaires nationales ⁽¹⁾					Réserves/affilié (Milliers de monnaie nationale) ⁽²⁾	
	1960	1965	1970	1975	1980	1965	1980
Deutschland - autonomes	7,6	12,9	20,5	33	51,5	4,15	11,3
- total	15,2	33,0	66,5	101	151	3,60	12,0
Italia - autonomes	0,18	0,39	1,1	2,4	4,9	2,4	8,2
- total	1,11	2,63	6,5	10,9	18,1	1,40	4,4
Nederland - autonomes	7,28	12,0	19,3	34	66	7,0	24,9
Belgique/Luxembourg (*)	9,0	26,5	64	119	238	67	280
CEE (\$) ⁽²⁾ - autonomes	4,4	7,75	13,5	23,8	43,8	1,44	5,2
- total (France exclue)	7,8	16,4	33,6	54,2	90,9	1,24	4,5
- total (France comprise)	8,3	18,2	36,3	58	97,6	..	..
U.S. (Y compris assurés)	52,0	85,4	150	234	335	3,33	8,1
U.K.	2,1	3,3	5,9	10	16	0,88	2,3

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

⁽¹⁾ Billions et millions respectivement en Italie.

⁽²⁾ Au taux de change de 1968.

principaux types de régimes capitalisés privés. Le tableau 11 montre l'évolution parallèle du système de répartition français, des principaux fonds publics de la Communauté, des U.S.A. et de la Grande-Bretagne.

D'une façon générale, les réserves par travailleur assuré sont plus élevées pour les fonds de pension publics que pour les fonds de pension privés, en raison de la substitution totale ou partielle par les premiers des prestations de sécurité sociale payées dans le système légal aux travailleurs privés. Le faible chiffre obtenu pour les fonds publics britanniques reflète le fait que nombre d'entre eux sont basés sur le principe de répartition.

8. Principales conclusions

Les résultats de nos analyses précédentes sont résumés dans le tableau 10. A supposer que les réglementations fiscales et autres ne subissent pas de changement (et que les changements économiques et démographiques se produisent conformément aux hypothèses envisagées), les actifs totaux de l'ensemble des régimes privés complémentaires devraient néanmoins atteindre presque \$ 100 milliards dans le Marché Commun en 1980, soit environ 5,5 fois leur niveau de 1965. Sur ce total, les fonds de pension

au sens strict du terme, c'est-à-dire ceux dont les réserves sont une source de fonds potentielle pour les marchés de capitaux, devraient compter pour environ \$ 45 milliards (contre \$ 8 milliards en 1965), montant relativement modeste si on le compare aux chiffres prévus pour 1980 aux U.S.A., soit \$ 335 milliards environ, ou même aux réserves des fonds de pension privés de Grande-Bretagne, soit \$ 60 milliards (y compris les fonds assurés pour les deux pays).

Comme il est indiqué dans le tableau 12, le taux de croissance des réserves des fonds devrait se ralentir pendant la période considérée pour tous les pays à l'exception de la Hollande. L'accélération en ce qui concerne ce dernier pays est en partie le résultat de la combinaison des hypothèses adoptées, particulièrement sur les salaires et les prestations vieillesse légales, mais il est aussi un indicateur des perspectives de croissance offertes aux fonds de pension dans un environnement fiscal et légal libre d'entraves. Les deux dernières colonnes du tableau 12 montrent les réserves des fonds en pourcentage du PNB pour tous les régimes complémentaires non assurés dans le Marché Commun en 1965 et 1980. En y incluant les fonds publics, ces systèmes devraient atteindre environ 16% du PNB combiné des pays de la C.E.E. en 1980, contre 10% en 1965. Les proportions correspondantes sont de 23% pour les U.S.A. (contre 17,7%) et de 41% pour la Grande-

TABLEAU 11

*Réserves des fonds privés partiellement capitalisés
et des fonds publics*
(Fin d'année)

	Milliards d'unités monétaires nationales (1)					Réserves/affilié (Milliers de monnaie nationale) (1)	
	1960	1965	1970	1975	1980	1965	1980
	Deutschland	3,7	8,3	14	25	40	5	15,6
France	2,4	9,1	13	19	33	0,9	1,7
Italia	1,1	3	6	12	22	(2)	(2)
Nederland	4,4	8,7	13	25	40	17,7	60
U.S.	19,7	31,1	48,8	74,6	112,5	4,38	9,25
U.K.	1,3	1,9	2,9	4,2	5,5	0,5	1,20

(1) Billions et millions respectivement en Italie.

(2) On suppose un taux de croissance de 14 % par an; de 1965 à 1980, le taux diminuant pendant la période, le taux retenu est basé sur le rapport historique de la croissance des réserves à l'augmentation des salaires et traitements publics.

TABLEAU 12

*Croissance des fonds de pension privés, non assurés
dans les pays de la CEE*

	Taux de croissance (% p.a.) (1)				Réserves en % de PNB	
	1960/65	1965/70	1970/75	1975/80	1965	1980
<i>Fonds privés capitalisés</i>						
Deutschland - autonomes	11,2	9,7	10,0	9,3	2,9	3,7
- total	16,8	15	8,8	8,4	7,3	11,3
Italia - autonomes	16,4	23,1	17	15,4	1,1	3,7
- total	18,8	19,5	10,9	10,7	7,6	13,7
Nederland - autonomes	10,5	9,9	12	14,2	17,3	33,9
Belgique/Luxembourg (*)	24	19,5	14	14	3	10
CEE - autonomes	12	11,8	12,1	13	2,6	4,4
- ensemble	16	15,5	10,2	10,7	5,5	9,2
<i>Ensemble des fonds de pension privés non assurés dans la CEE (2)</i>	17,1	14,8	9,9	10,8	6,1	9,9
<i>Fonds privés partiellement capitalisés et fonds publics</i>						
Deutschland - publics	17,5	11	12,4	9,9	2,4	2,9
France - répartition	30,5	7,4	7,9	11,7	2	2
Italia - publics	22,3	14,9	14,4	12,9	8,4	16,6
Nederland - publics	14,7	8,4	14	9,9	12,6	20,6
CEE - ensemble	20,5	11,6	13,4	11,7	3,7	6,4

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) Les petites variations dans le taux de croissance moyen (< 1 %) d'une période à l'autre, sont dues à l'arrondissement des chiffres absolus: elles ne doivent pas être interprétées comme le signe d'une croissance accélérée ou ralentie.

(2) Y compris France (répartition).

TABLEAU 13

*Cash-flow net des fonds capitalisés
et partiellement capitalisés (1)*

	Milliards d'unités monétaires nationales (2)					% d'investissement fixé	
	1960	1965	1970	1975	1980	1965	1980
<i>Fonds capitalisés privés</i>							
Deutschland	2,3	3,5	6,5	7	10,5	2,9	2,8
Italia	0,2	0,3	0,8	1	1,4	4,5	4,7
Nederland	0,7	1,2	1,7	3,5	6,4	7,1	12
Belgique/Luxembourg (*)	..	4,5	7,7	11	24	2,5	4,1
CEE (3) - ensemble	1,1	1,8	3,5	4,5	7,1	2,6	2,8
<i>Ensemble des fonds privés non assurés dans la CEE (2) (3) (4)</i>	1,3	2,1	3,6	4,8	7,8	3	3
<i>Fonds privés partiellement capitalisés et fonds publics</i>							
Deutschland - publics	0,7	1	1,4	2,4	3,3	0,8	0,9
France - répartition	1,1	1,3	0,4	1,6	3,5	1,3	0,8
Italia - publics	0,3	0,4	0,8	1,4	2,3	6	7,7
Nederland - publics	..	1,1	0,9	2,8	3,2	6,5	5,9
CEE (3) - ensemble	0,9	1,4	2	4	6,1	2	2,4

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) Revenus moins dépenses: estimé pour les inscriptions au bilan.

(2) Billions en Italie.

(3) \$ milliards aux taux de change de 1968.

(4) Y compris France (répartition).

TABLEAU 14

Investissements nets par fonds autonomes (1)

	Milliards d'unités monétaires nationales (2)			% d'investissement fixé		% des émissions nouvelles de titres	
	1965	1970	1980	1965	1980	1965	1980
Deutschland	0,75	1,7	4	0,6	1,1	4,3	6,7
Italia	0,04	0,17	0,55	0,4	1,8	1,3	5,5
Nederland	1,2	1,7	6,4	7,1	12	75	125
Belgique/Luxembourg (*)	4,5	7,7	24	2,5	4,1	8,3	13,7
CEE (3)	0,69	1,32	4,15	1	1,6	5,8	9
U.S.	8,2	13	22	6,9 (4)	6,5 (4)	20,1	19
U.K. (5)	0,31	0,90	1,5	5,0	8,5	12,4	21,5

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) Gérés par les entreprises mêmes.

(2) Billions en Italie.

(3) \$ milliards aux taux de change de 1968.

(4) Investissement fixe privé uniquement.

(5) Fonds de pension privés non assurés uniquement.

TABLEAU 15

Cotisations à l'ensemble des fonds de pension privés

	Milliards d'unités monétaires nationales (1)					% de l'épargne des particuliers	
	1960	1965	1970	1975	1980	1965	1980
	Deutschland	2,3	4,4	8,6	11	16,8	10,4	13
France	2,4	6	11,7	21,6	37	20,3	26
Italia	0,2	0,39	0,99	1,34	2	11,9	12
Nederland	..	0,67	1,3	2,6	4,9	9,9	26
Belgique/Luxembourg (*)	..	3,6	8,1	12,5	23,4	4,7	8,5
CEE (\$)	..	3,2	6,7	10,3	16,8	12,7	17
U.S.	5,5	7,4	11	15,3	21,3	29,7	29,5
U.K. (2)	0,19	0,33	0,47	0,9	1,5	23,3	46

(*) Approximations permettant de calculer un total pour la CEE.

(1) Sauf Italie billions.

(2) Non assurés uniquement.

TABLEAU 16

D'autres implications des prévisions

	Réserves : Prestations			Cotisation moyenne en % du salaire moyen		
	1965	1970	1980	1965	1970	1980
	<i>Fonds privés non assurés</i>					
Deutschland - autonomes	24:1	22:1	18:1	..	..	..
- total	21:1	21:1	20:1	5,6	6,6	5,3
Italia - autonomes	13:1	14:1	19:1	..	..	..
- total	26:1	28:1	26:1	16,5	18,9	11,8
Nederland - autonomes	40:1	39:1	37:1	6,6	5,6	9,2
U.S. (Y compris assurés)	28:1	27:1	21:1	4,5	4,4	4,2
U.K.	22:1	16:1	15:1	10,5	8,6	11,4
<i>Fonds publics</i>						
Deutschland	19:1	16:1	19:1	7,9	5,6	5
Nederland	10:1	11:1	11:1	4,1	2,6	3,3

Bretagne (contre 22%). Des différences importantes existent à l'intérieur du Marché Commun ainsi qu'en témoigne une comparaison de toutes les réserves de pensions complémentaires en Hollande (qui devraient atteindre 54% du PNB) et en France (où elles devraient rester aux environs de 2% du PNB).

L'importance des fonds de pension comme sources de fonds d'investissement à long terme apparaît au tableau 13, qui compare le cash-flow net des régimes complémentaires privés et publics à l'investissement fixe (actuel et prévu⁽¹⁾). Les fonds sous forme d'inscriptions au bilan sont bien entendu investis directement par les sociétés qui les constituent, court-circuitant les marchés de capitaux. L'investissement net des fonds autonomes, qui passent normalement par le marché des capitaux figure dans le tableau 14.

A supposer que la composition actuelle des réserves par type d'actifs se maintienne en 1980⁽²⁾, l'investissement net en titres par les fonds autonomes devrait représenter en 1980 1,2% seulement des nouvelles émissions de titres en Allemagne, 1,9% en Italie, mais 40% en Hollande. La contribution actuelle des fonds de pension privés aux marchés boursiers allemands et italiens est inférieure à 1%.

Le rôle des fonds de pension privés complémentaires dans l'épargne nette personnelle est illustré dans le tableau 15.

Les prévisions qui figurent dans ce chapitre permettent naturellement toutes les combinaisons d'hypothèses, si l'on désire mesurer l'effet qu'une modification de politique pourrait avoir sur le développement des fonds de pension. En réalisant la présente étude, nous avons constaté que les restrictions d'ordre fiscal et réglementaire qui existent aujourd'hui dans la plupart des pays du Marché Commun représentent un frein, non pas tant à la croissance de l'affiliation, mais plutôt au développement potentiel des prestations, notamment en Allemagne (et probablement en Belgique). L'exemple extrême est certainement celui des fonds de secours allemands, qui sont légalement tenus de maintenir leurs réserves en des-

sous de 30% du montant des frais de personnel (quelque peu plus dans la pratique) et se voient refuser l'exemption d'impôts sur les cotisations qui excèdent 1,5% du salaire assuré du travailleur. La remarque est vraie également pour les fonds sous forme d'inscription au bilan, qui n'ont aucun avantage fiscal à accroître les prestations, ni d'appoint à leurs contributions provenant des revenus sur capitaux investis (les salariés ne pouvant légalement cotiser).

Selon nos calculs, un changement instantané du système fiscal et réglementaire existant, qui le mettrait par exemple en harmonie avec le système hollandais, pourrait en principe conduire à un accroissement des réserves des fonds supérieur à nos prévisions pour 1980: d'environ 25% en Italie, 50-60% en Allemagne et en Belgique, soit une augmentation globale potentielle de 33% pour le Marché Commun dans son ensemble. Par contre, si le système français était remplacé instantanément par un système de capitalisation, cela impliquerait un accroissement des réserves des fonds des pays de la C.E.E. de 2,5 fois en 1980. Les conséquences d'un tel changement pour les marchés de capitaux seraient sans aucun doute encore plus considérables. A supposer que le cadre législatif soit libéralisé *et* que les fonds sous forme d'inscription au bilan soient complètement disponibles pour des investissements à l'extérieur de la société, l'apport de fonds potentiel au marché des capitaux pourrait dépasser nos prévisions de 5 à 6 fois pour la C.E.E. (environ 3 fois pour l'Italie, 5 à 6 fois pour l'Allemagne, et 17 à 20 fois pour la France).

(1) Conformément à notre méthode générale, nous avons tenté de rendre nos prévisions d'investissement fixe cohérentes avec nos hypothèses sur l'amélioration de la productivité et l'augmentation des prix. Les prévisions relatives aux nouvelles émissions de titres sont évidemment encore plus incertaines, ayant été obtenues en extrapolant simplement les relations précédentes avec les dépenses d'investissement en termes monétaires.

(2) C'est-à-dire si les fonds continuent à investir une proportion constante de leur cash-flow net dans des actifs autres que des titres (prêts directs, immobilier).

CHAPITRE IV

Réformes favorisant la sécurité et le développement des fonds de pension ainsi que leur apport aux marchés des capitaux

a) Nous avons étudié au Chapitre III l'importance approximative qu'atteindront vraisemblablement les fonds de pension des différents pays du Marché Commun dans les années à venir, à condition que les lois et les réglementations qui les régissent restent plus ou moins inchangées. Il faut, toutefois, faire remarquer que certaines règles du jeu qui, malgré leurs imperfections, sont acceptables aujourd'hui alors que la masse de manoeuvre des fonds de pension privés non assurés dans les pays du Marché Commun se chiffre à environ 20 milliards de dollars, correspondant à 6.2% de leur produit national brut combiné (1966) pourraient ne plus l'être dès lors que ces montants totaliseraient respectivement presque \$ 100 milliards et 10% du produit national brut, chiffres qui, à notre avis, pourraient être atteints vers 1980. Dans une telle situation, certaines anomalies (en particulier, le lourd endettement des entreprises envers leurs propres fonds de pension et la part importante de l'épargne réalisée par l'ensemble des fonds qui ne parvient pas jusqu'au marché des capitaux) qui, à l'heure actuelle, ne représentent que des dangers latents, pourraient bien constituer de graves inconvénients. Ainsi, l'examen de certaines réformes susceptibles d'être mises en oeuvre avant que ce processus n'aille trop loin, devient-il une question urgente.

b) Nous avons vu au Chapitre II que l'évolution des fonds complémentaires de retraites, de même que leur contribution à l'épargne et aux marchés financiers, diffèrent selon le pays; et le Chapitre III donne peu de raisons de croire que le retard pris dans certains cas pourra être rattrapé de façon significative par les pays intéressés durant la période à laquelle se réfèrent nos prévisions. Tout au long de cette étude et plus particulièrement au Chapitre II, nous avons vu que le cadre juridique, les modalités de contrôle et la réglementation fiscale diffèrent également d'un pays à l'autre, constituant dans certains cas des obstacles graves susceptibles de retarder le développement des fonds de pension et/ou l'investissement productif de leurs ressources. Les gouvernements des pays membres auraient donc intérêt à entreprendre un examen critique des aspects de leur réglementation susceptible de comporter des obstacles par rapport à la situation dans d'autres pays et à prendre en considération d'éventuelles réformes destinées à une croissance plus rapide des fonds de pension et à une amélioration de leur fonctionnement.

Les propositions de réformes énoncées dans le présent chapitre, dont les buts sont ceux esquissés aux

paragrapes (a) et (b) ci-dessus, sont destinées à jeter les fondements d'un examen plus poussé de la part des autorités compétentes.

1. La constitution de fonds de pension sous forme de comptes dans les bilans des entreprises (Allemagne et Italie) devrait être restreinte; on devrait mettre en oeuvre des mécanismes permettant l'accumulation d'avoirs distincts.

Notre propos n'est pas de préconiser que les provisions actuellement existantes sous forme de comptes dans les bilans des entreprises soient dissoutes d'office et versées aux fonds de pension autonomes. Ce serait là une mesure dure entraînant une redistribution brutale des ressources qui représenterait un bouleversement sérieux et peut-être impossible à supporter pour le marché financier. Cependant, on pourrait prévoir qu'à partir d'une certaine date, ou progressivement selon un calendrier échelonné, l'exonération dont jouissent les cotisations patronales en matière d'impôts sur les sociétés pourrait être supprimée lorsque ces cotisations prendraient la forme d'inscription d'une provision ou d'un compte de réserves dans le bilan ⁽¹⁾. Ces cotisations ne viendraient en déduction des revenus imposables qu'à condition d'être effectivement mises à la disposition d'un fonds indépendant, de préférence un fonds confié à un tiers, fonds dont la formation et le fonctionnement seraient soumis à la réglementation du pays intéressé, ou éventuellement, par accord mutuel, à celle d'un autre pays.

Une telle réforme aurait deux conséquences principales. La première porterait sur la sécurité du capital destiné à assurer le respect des engagements pris en matière de versement des prestations de retraite, ou dans le cas italien, l'indemnisation due en cas de licenciement. A l'heure actuelle, c'est du maintien de la prospérité et de la solvabilité de l'entreprise que

⁽¹⁾ Le principe fiscal dont s'inspire cette proposition se trouve clairement énoncé dans le Manuel du « Internal Revenue Service » des Etats-Unis où il est exigé que ces fonds, pour prétendre à l'exemption fiscale, se situent en dehors du contrôle de l'employeur. La directive du Manuel, numéro IRC 503 (c), contient des règles plus strictes encore. Une réglementation analogue s'applique au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Belgique bien que l'interprétation semble différer en Belgique d'une entreprise à l'autre et que certains fonds y soient établis sous forme d'inscriptions comptables dans les bilans.

dépendent aussi bien la stabilité de l'emploi que l'accomplissement des promesses faites au sujet de la période qui suivra la vie active. Il y a là conjugaison de deux risques et ce double risque incombe souvent au type d'agent économique le moins bien placé pour y faire face, à savoir les employés (ou leurs survivants). En outre, la capitalisation des retraites constitue une dette non assortie de garantie et, au cas où l'entreprise devient insolvable, les prétentions de certaines autres catégories de créanciers (créanciers hypothécaires, banques, détenteurs de titres prioritaires) seraient éventuellement satisfaites avant celles des ayants droit à une retraite ou à une indemnisation.

C'est une situation qui laisse à désirer. Si la réforme proposée, en mettant fin à tout gonflement ultérieur des comptes inscrits dans les bilans, ne la modifierait pas en valeur absolue, l'importance relative de l'ensemble du problème diminuerait progressivement, au fur et à mesure que les entreprises, outre les anciennes provisions, constitueraient de nouveaux fonds séparés échappant à leur contrôle, en même temps que la croissance économique entraînerait une diminution relative de leur « endettement social » envers leurs salariés.

La deuxième conséquence majeure porte, en quelque sorte, sur l'effet ressenti par l'autofinancement. A l'heure actuelle, les comptes de provisions ouverts en vue de pourvoir aux retraites servent automatiquement de moyen de financement pour une augmentation des avoirs généraux de l'entreprise, ce qui cesserait d'être le cas.

Tout d'abord, il convient ici de dissiper une confusion d'ordre conceptuel. On entend souvent déclarer que la « capacité d'autofinancement » des entreprises du Marché Commun est insuffisante et que toute mesure susceptible de l'affaiblir davantage est discutable. Or, le concept de la capacité d'autofinancement est parallèle à celui de la capacité bénéficiaire, et ce concept concerne les amortissements et les bénéfices non distribués, et nullement la capacité de l'entreprise d'emprunter les salaires différés de sa main-d'oeuvre. Incontestablement, une telle source dépendante de financement est à la fois utile et commode du point de vue de l'entreprise mais il n'y a pas lieu de la confondre avec la notion de l'autofinancement proprement dite, car cette notion n'englobe pas un accroissement des engagements envers des tiers, ce qui est justement le cas lorsqu'il s'agit de la capitalisation des retraites.

Supprimer cette source dépendante ne modifierait pas directement la capacité des entreprises à maintenir ou à accroître la valeur réelle de leurs avoirs nets, celle-ci dépendant uniquement de leur capacité bénéficiaire bien que la façon de financer l'accroissement des avoirs bruts pourrait s'en trouver modifiée. Il existe des raisons *a priori* convaincantes pour soutenir qu'une telle modification qui serait sans doute

mal accueillie par chaque entreprise en particulier, exercerait sans doute une influence bénéfique sur l'ensemble des entreprises ainsi que sur l'efficacité générale du système économique surtout dans sa fonction allocative.

Comme nous l'avons fait remarquer ailleurs dans cette étude, les fonds de pension représentés par des inscriptions dans les bilans, diminuent autant la nécessité dans laquelle se trouvent les entreprises de recourir au marché des capitaux que la capacité du marché à subvenir à leurs besoins. Les dotations de tels fonds sont déviées du marché et échappent totalement à son contrôle. Or, le contrôle par le marché financier fait partie intégrante du mécanisme d'allocation des ressources de ce dernier, mécanisme qui oblige les entreprises à entrer en concurrence pour les capitaux dont elles ont besoin et qui tient compte de leur réputation de solvabilité et du rendement qu'elles semblent en mesure de consentir. Une discussion de la valeur du marché des capitaux en tant que mécanisme efficace d'allocation des ressources, capable d'aiguiller le flux de nouvelle épargne vers les emplois les plus susceptibles d'assurer le meilleur rendement à l'économie dans son ensemble, dépasse le cadre du présent rapport. Sans doute, peut-on critiquer à plusieurs égards le fonctionnement actuel du marché (entre autres, l'imperfection de ses connaissances et de sa prévision) et tout jugement de son rôle devrait dûment tenir compte de l'écart qui peut exister entre le rendement social d'une part et le rendement privé d'autre part. Qu'il suffise de dire que dans la mesure où la politique vise l'extension du marché, la diversion des dotations courantes depuis le financement interne de l'entreprise jusqu'au marché représente un moyen puissant favorisant cette extension. (Une telle mesure aurait en 1966 augmenté de 2,2 milliards de DM le montant des capitaux mis à la disposition du marché financier par les entreprises allemandes et l'augmentation correspondante en Italie aurait été de 230 milliards de lires). D'après les prévisions du Chapitre III de notre étude, ces flux pourraient vraisemblablement s'établir à 5,3 milliards de DM et 700 milliards de lires vers 1980.

On doit remarquer par ailleurs que l'investissement automatique des disponibilités financières provenant des provisions pour pensions dans l'entreprise elle-même correspond à une façon encore plus aléatoire d'allouer des ressources susceptibles de concourir à la formation de capital que le recours au marché des capitaux; en effet, la concurrence, aussi imparfaite soit-elle, y joue néanmoins un rôle répartiteur. Ceci étant, l'extension du marché des capitaux selon les modalités qui viennent d'être exposées ici entraînerait indiscutablement une certaine amélioration de la structure des investissements.

Il va sans dire que certaines entreprises ne pourraient pas accéder de leur propre chef au marché, quelle que

soit l'importance accrue de l'offre et devraient faire appel aux services d'intermédiaires financiers spécialisés (ce qui ne diffère en rien de ce qui se passe déjà dans ces pays sur une échelle plus petite et, d'ailleurs, est de pratique courante sur une assez large échelle dans les pays anglo-saxons). D'autres, bien que suffisamment grandes et connues pour avoir accès au marché, se trouveraient dans l'impossibilité de remplacer les prêts involontairement accordés par leurs fonds de pension par des montants aussi importants empruntés au marché, du fait que leur bilan serait déjà trop lourdement grevé par des fonds d'emprunt. Celles-ci devraient avoir recours à l'émission de nouvelles actions, mesure qui ne serait pas défavorablement accueillie par ceux que préoccupe le rapport actuel existant entre dettes et fonds propres dans certains secteurs de l'industrie européenne.

Quant à l'amélioration des informations publiées par les sociétés, il ne saurait être contesté que malgré les progrès récents en matière de divulgation de renseignements exigée par la loi, en Allemagne et en France par exemple, il reste beaucoup à faire dans ce domaine pour que l'ensemble des marchés financiers de la plupart des pays du Marché Commun devienne vraiment un milieu aussi propice aux opérations des fonds de pension que certains de ses secteurs (obligations gouvernementales ou immobilier, par exemple) où des informations précises sont facilement disponibles ou alors peu nécessaires. Il est tout aussi incontestable, cependant, que si les fonds de pension gérés par des spécialistes devaient se développer pour devenir en fin de compte la catégorie la plus importante d'acheteurs de valeurs mobilières alors que le secteur des entreprises dépendrait précisément d'elles pour souscrire aux émissions d'obligations et d'actions, les sociétés seraient alors poussées à divulguer de façon plus détaillée leurs informations de même que serait favorisé le développement de la capacité professionnelle des conseillers en matière d'investissement⁽¹⁾. A cet égard, l'expérience acquise aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne témoigne suffisamment de ce que peut réaliser la présence efficace d'investisseurs institutionnels.

2. La forme juridique des caisses de retraite devrait être simplifiée et leur statut précis reconnu.

Il semble anormal que dans beaucoup des pays du Marché Commun un fonds de pension indépendant, pour être officiellement reconnu, doive prendre la forme juridique d'une fondation, d'une association sans but lucratif, d'une société anonyme (GmbH), d'une mutuelle ou d'une association déclarée. L'existence même d'une multitude de formes juridiques admissibles parmi lesquelles le fonds doit choisir celle qui convient le moins mal à son cas et à ses buts, révèle que (à l'exception possible des Pays-Bas), la législa-

tion des pays du Marché Commun ne s'est pas efforcée réellement, jusqu'à présent, de reconnaître que les fonds de pension jouent un rôle à la fois unique et précis qui diffère essentiellement de celui d'une fondation charitable, d'une compagnie d'assurances-vie, d'une sorte un peu particulière de société de placement, d'une mutuelle philanthropique ou de n'importe quel autre organisme collectif. Tant que les fonds de pension devront sur le plan juridique se déguiser en « autre chose »⁽²⁾, la confusion régnera chez ceux qui les parrainent, chez leurs adhérents et auprès des autorités fiscales. Leur fonctionnement sera détourné sans doute involontairement de ce qu'il serait si, face à la loi, ces fonds pouvaient simplement être eux-mêmes.

Il ressort des recherches empiriques au cours de la présente étude que le manque de clarté en ce qui concerne le statut juridique des fonds de pension est de nature à décourager, tout au moins dans une certaine mesure, certains employeurs qui se proposeraient de constituer des fonds de pension séparés (c'est le cas, en particulier, des filiales françaises et belges de sociétés étrangères et, à une moindre échelle, des filiales allemandes et italiennes). A cela s'ajoute, pour les sociétés dont les filiales ou succursales sont implantées dans plusieurs pays du Marché Commun, le caractère hétérogène du peu de législation régissant les fonds de pension dans les différents pays; ce qui rend malaisé le fonctionnement d'un régime de retraites commun à plusieurs pays et difficile la mutation de salariés d'une filiale ou succursale à une autre.

Pour remédier à ces inconvénients, qui représentent un frein au développement libre et rapide des fonds de pension capitalisés, il incombe aux gouvernements de se pencher sérieusement sur le problème de l'élaboration du cadre juridique régissant l'activité de fiduciaires (trustees). Il semblerait qu'en cette matière, la jurisprudence évoluée de pays comme le Royaume-Uni ou les Etats-Unis, ait contribué de façon significative à intensifier la confiance accordée au système de régimes de pensions non assurées et que de ce fait elle ait favorisé le développement rapide que ces régimes ont connu jusqu'ici sans la mise en vigueur d'une réglementation sévère et sans abus ou incidents particuliers. Cet aspect nous paraît très significatif, en partie à cause de la nécessité de disposer d'un organisme (qu'il prenne la forme d'une personne morale distincte ou non) auquel des fonds peuvent être remis en toute confiance et qui échappe au contrôle ou bien de l'employeur ou des salariés ou retraités actuels, ou d'une organisation commune au sein de

⁽¹⁾ Cfr 5 a) ci-dessous.

⁽²⁾ Même dans un cas comme celui des Pensionskassen allemandes où, si l'appellation n'est pas déguisée, il faut que la forme juridique le soit; en effet, elles prennent la forme de mutuelles.

laquelle des divergences entre les groupes pourraient surgir, et en partie en raison de l'influence éventuellement très importante que les fonds de pension pourraient exercer sur les marchés financiers ⁽¹⁾.

Il serait manifestement illusoire de s'attendre à ce que les fonds de pension recourent, dans tous les cas, aux services de fiduciaires, abandonnant tout contrôle de l'employeur, des salariés ou des deux ensemble, alors que les fonctions, responsabilités et pouvoirs d'un fiduciaire sont mal définis et mal connus, qu'il n'existe guère de pratique juridique courante les définissant ou, dans le cas contraire, la loi les définit de telle sorte que, par exemple, en cas de faillite du fiduciaire, les capitaux qui lui ont été confiés peuvent être assimilés à ceux qui lui appartiennent en propre comme cela risque d'être le cas dans le cadre de la législation allemande relative aux fiduciaires (Treuhand).

En outre, il serait souhaitable que toute évolution de la fonction du fiduciaire dans les pays du Marché Commun suive des lignes convergentes et non divergentes. En effet, l'absence d'une certaine harmonisation dans ce domaine pourrait constituer par la suite un obstacle intrinsèque à l'unification des marchés des capitaux ⁽¹⁾ venant s'ajouter à ceux qui existent déjà de toutes façons.

3. Lorsque le régime en vigueur est celui de la répartition, le cadre institutionnel ne devrait pas exclure l'existence possible de fonds de pension capitalisés

Une fois qu'un nombre considérable d'employeurs et d'employés ont choisi, comme en France, la répartition comme mode de financement des prestations complémentaires de retraites, il semble impossible, sans léser toute une génération, d'opérer un changement radical en faveur du système de la capitalisation. La répartition est un fait accompli en France et semble destinée à le rester, et en tant que tel, ne peut manquer de laisser son empreinte sur la structure de la formation du capital dans ce pays, et sur son marché financier. Car, si un régime de répartition peut effectivement (en ne répondant pas toujours aux espoirs ou à l'attente des retraités) continuer à accumuler des réserves (ce qui sera probablement le cas à notre avis), il n'en reste pas moins que cette accumulation ne saurait se faire sur une échelle comparable à celle dans un système de capitalisation.

Pourtant, même en France, un certain progrès limité et marginal de la promotion de l'épargne par voie de fonds de pension capitalisés semble réalisable. Les « droits » à une pension (pour se servir de la terminologie courante des régimes capitalisés et de leurs droits) sont « acquis » à l'employé dans un régime de répartition, c'est-à-dire que, normalement, même en cas de chan-

gement d'employeur, il peut toujours y prétendre. Ainsi, les contributions versées à un régime français de caisses complémentaires ne permettent pas d'atteindre l'un des objectifs de l'employeur, à savoir diminuer le taux de rotation de la main-d'oeuvre et favoriser ceux qui restent longtemps dans la même entreprise. Certains employeurs pour lesquels cet objectif revêtirait, pour différentes raisons, une grande importance, pourraient instituer un système de primes de fidélité différées. Si de tels versements intervenant après la fin de la vie active ne pouvaient pas être déduits des revenus imposables de l'employeur alors qu'une provision préalable permettant de les capitaliser donnerait droit à la déduction, cette modalité prendrait, par la force des choses, le caractère d'un fonds de pension (quelle que fût l'appellation qu'on arriverait à lui donner).

Les précisions et réformes juridiques dont il est question au paragraphe (2) ci-dessus, de même que les dispositifs fiscaux étudiés au paragraphe (4) seraient, bien entendu, un préambule à la mise en œuvre de ce développement en France. En particulier, les autorités devraient permettre aux employeurs et employés de décider librement si un fonds de pension capitalisé venant s'ajouter au régime complémentaire actuel devrait faire appel ou non à des cotisations de salariés.

Il ne faudrait pas s'attendre à ce qu'une telle politique facultative donne des résultats spectaculaires; mais, pour modestes qu'ils soient, il y aurait un apport positif à l'épargne et un renforcement marginal du rôle actuellement par trop faible de l'investisseur institutionnel sur le marché français des capitaux.

⁽¹⁾ A ce propos, il ne faut pas perdre de vue le cas, pas toujours hypothétique d'un fonds de pension parrainé par un employeur dans un secteur d'activités donné se servant de ses achats et ventes d'actions ainsi que de ses possibilités de prêt pour exercer une influence sur le comportement d'un concurrent. Toutefois, il convient de rendre justice aux fonds européens qui ne sont pas administrés par un fiduciaire (c'est-à-dire dont le contrôle est assuré par des représentants de l'employeur et des cotisants) qu'ils s'abstiennent souvent scrupuleusement de toute participation à des firmes de leur propre secteur ou de tout emprunt consenti à celles-là, évitant de la sorte toute tentation d'abuser de leur influence.

⁽²⁾ Admettons, à titre d'exemple, que la loi d'un premier pays ne définisse pas les pouvoirs des fiduciaires-gérants de fonds de pension en matière d'investissement ou leur accorde une grande liberté d'action alors que dans un autre, leurs activités sont strictement réglementées. On ne pourrait pas s'attendre, en pareil cas, à ce que les déplacements internationaux des capitaux intervenant pour le compte de fonds de pension revêtent une certaine réciprocité ou s'équilibrent à long terme. Cela étant, les gouvernements pourraient favoriser une politique visant à les réglementer voire à les freiner, en adoptant, par exemple, une attitude peu libérale dans le domaine des impôts retenus à la source ou de la double imposition, dont les effets nuisibles s'exerceraient tant sur la mobilité des capitaux des fonds de pension que sur celle d'autres types de capitaux.

A longue échéance, il est concevable que de tels fonds révèlent l'importance de leur rôle éducatif. S'ils pouvaient procurer une pension plus sûre, une retraite donnée qui coûterait moins cher à l'employeur ou une retraite plus élevée pour un coût donné (ce qui serait déterminé par la réussite ou l'échec de la politique de gestion des avoirs) que dans le cas du régime habituel de répartition, l'opinion publique en France de même que celle du milieu des affaires pourraient en venir à envisager favorablement des mesures permettant à des entreprises, qui voudraient prendre une telle décision, de « se soustraire » à leur régime complémentaire, et d'instaurer des fonds de pension; le but de ces fonds ne serait pas de procurer un supplément à la retraite complémentaire mais de substituer un régime s'inspirant de la capitalisation à un autre basé sur la répartition.

Ce « décrochage » serait délicat car il serait susceptible d'affaiblir le régime complémentaire basé sur la répartition si la distribution d'âge des salariés ainsi « soustraits » au système et le taux probable d'augmentation du niveau de leurs salaires étaient plus favorables que dans le cas des salariés dont la participation au régime de répartition serait maintenue. Il faudrait, par conséquent, définir avec soin les conditions régissant le changement de régime et le droit de ne plus participer au régime de répartition ne serait accordé que si ces conditions étaient remplies.

4. La situation fiscale des fonds de pension devrait être définie clairement et les anomalies supprimées.

Etant donné qu'une cotisation patronale à un fonds de pension administré par un tiers est assimilable au versement de salaires (différés), il n'y a aucune raison logique, du point de vue fiscal, de lui imposer un plafond particulier. Il n'est pas dans les habitudes des autorités fiscales de contester l'inscription des salaires au débit du compte d'exploitation. On reconnaît que ceux-ci représentent une dépense légitime d'une affaire, et on voit mal pourquoi il n'en serait pas de même pour les cotisations patronales à un fonds de pension. A notre connaissance, cependant, seuls de tous les pays du Marché Commun, les Pays-Bas n'imposent pas de limite, d'une manière ou d'une autre, au montant de la cotisation patronale admis en franchise d'impôts. (Les cotisations y sont déductibles même si elles dépassent le montant déterminé en application des critères actuariels, à condition d'être versées à titre irrévocable, ce qui est forcément le cas si elles sont versées à un fonds qui échappe au contrôle de l'employeur.) Dans les autres pays, le calcul actuariel détermine le plafond des montants pouvant venir en déduction des revenus imposables, et la législation fiscale dans certains cas va jusqu'à stipuler le taux d'intérêt (taux de rendement des avoirs) que doit utiliser l'actuaire qui fixe le montant de la co-

tisation. (Ainsi, en Allemagne, par exemple un taux minimum de 5,5% s'applique aux comptes de provisions inscrits dans les bilans alors qu'un taux maximum de 3,5% s'applique aux mutuelles.) Encore plus curieuse est la limitation de la déductibilité à un pourcentage plafond de la masse salariale donnant droit à la perception de pensions (par exemple, ce plafond s'élève à 1,5% pour les fonds de prévoyance allemands)⁽¹⁾. A notre avis, aussi longtemps que la réglementation autorisera les employeurs à verser les salaires sans qu'aucune limite ne soit imposée au montant qui peut être déduit des revenus imposables, elle devrait également prévoir le versement, sans plafond, des cotisations à un fonds de pension. Si les autorités de tutelle doivent, en effet, s'inspirer des règles actuarielles (afin de juger d'un taux de capitalisation approprié, autrement dit, sauvegarder les pensions futures), ces règles ne devraient pas être utilisées par les autorités fiscales pour déterminer si une cotisation est imposable ou non.

Le fait de considérer les cotisations patronales à des fonds de pension administrés par un tiers comme analogues à des salaires différés implique, logiquement, que ces cotisations ne soient ajoutées au revenu imposable du salarié que lorsqu'elles lui appartiennent en propre, c'est-à-dire lorsque son droit à la valeur cumulée des contributions est acquis ou lorsqu'il perçoit les versements dus à titre de prestations de pension. Si, comme aux Pays-Bas ou en Allemagne, l'exemption fiscale d'une partie (mais pas de la totalité) de la cotisation patronale, en tant que revenu taxable du salarié, est effectivement susceptible en pratique d'atteindre le même but, cette approche nous semble néanmoins contredire le principe qui nous paraît à la fois correct et équitable en ce qui concerne l'imposition des revenus perçus à échéance. Autre conséquence de l'acceptation du principe recommandé ici : le barème normal d'imposition devrait s'appliquer aux revenus perçus sous forme de pensions. Outre les arguments logiques, le fait d'exempter le salarié d'impôts sur les cotisations versées pour son compte par l'employeur tout en rendant les retraites passibles de l'impôt sur les revenus aurait

⁽¹⁾ Le fisc américain qui pourtant fait preuve en général d'une compréhension adéquate de la nature des fonds de pension, impose une limite de 5% sur la cotisation patronale, chiffre qui, bien entendu, peut se révéler insuffisant et entraîner la sous-capitalisation du fonds intéressé. En pratique cependant, cette règle n'aboutit pas nécessairement à des conséquences néfastes, du fait que l'employeur est libre de verser une partie de la retraite sous forme de participation aux bénéfices différés (ce qui, pour l'essentiel, équivaut à un fonds de pension normal) et peut déduire de ses revenus imposables un montant allant jusqu'à 15% de la masse salariale couverte par le programme de participation aux bénéfices différés. Le total combiné de 5% et de 15% de la masse salariale devrait normalement suffire à subvenir aux besoins en matière de capitalisation de tout programme raisonnable de retraites.

comme mérite pratique d'encourager ce système d'épargne contractuelle, c'est-à-dire de renforcer la propension des salariés à accepter une proportion croissante de leur salaire sous forme de revenus différés (cotisation patronale à un fonds de pension) et par là même, une diminution de la part du salaire représentée par les revenus disponibles. Il est évident que cette propension dépend du caractère progressif de l'imposition et l'avantage fiscal, parfois considérable, que représente pour une personne le fait de différer le versement de son salaire jusqu'à la période suivant son départ à la retraite⁽¹⁾.

Il conviendrait également de prendre en considération les modalités permettant de mieux définir la situation fiscale du fonds de pension lui-même. Abstraction faite de la position quelque peu ambiguë de la France à cet égard (où certains estiment que les revenus d'un fonds de pension pourraient être grevés de l'impôt sur les sociétés), le code fiscal de tous les pays du Marché Commun semble reconnaître explicitement les fonds de pension comme personnes morales jouissant de l'exonération d'impôts. Cependant, malgré les intentions évidentes des textes, les revenus tirés des investissements des fonds de pension dans certains pays du Marché Commun subissent néanmoins une imposition. C'est le cas notamment lorsqu'un revenu est soumis à une imposition à la source qui n'est récupérable que sous forme de crédit d'impôt. (On peut citer, à titre d'exemple, le Kapitalertragsteuer en Allemagne, les précomptes mobilier et immobilier en Belgique et le crédit d'impôt en France, tous cas où un fonds de pension n'ayant en principe aucun revenu passible d'imposition, ne peut rien récupérer.)

Ces impositions, apparemment involontaires, ont comme résultat non seulement de pénaliser les investissements des caisses de retraite en général mais aussi de déformer la structure de leur apport au marché financier en faveur des titres ne donnant pas lieu à la retenue à la source (tels les prêts directs [Schuldscheine], les billets à ordre ou les obligations luxembourgeoises). On voit mal pourquoi l'on penserait qu'une telle discrimination est avantageuse pour le marché des capitaux dans son ensemble et pour son efficacité en tant que mécanisme d'allocation des ressources.

La retenue à la source n'est pas sans mérite car c'est une méthode facile et rapide d'encaisser des acomptes sur les impôts dus. Elle ne devrait pas dégénérer en un impôt forfaitaire dont l'utilisation découragerait les autorités fiscales de la nécessité de déterminer l'impôt total dû par le contribuable au titre de l'ensemble de ses revenus, de vérifier l'exactitude des déclarations et de veiller à ce que les montants dus soient effectivement acquittés. Si la volonté évidente du législateur fiscal est que les fonds de pension ne soient pas soumis à l'impôt, ceux-ci devraient pouvoir

bénéficier du remboursement en espèces de tout impôt sur leurs revenus retenus à la source. C'est faire preuve d'une attitude incohérente de la part des autorités fiscales que de dire que d'une part, les fonds de pension sont exemptés d'impôts mais d'autre part, qu'en ce qui concerne les retenues à la source, elles ont droit de créditer celles-ci contre les impôts dus, mais ne peuvent se les faire rembourser.

Ce principe relatif aux impôts retenus à la source dans un pays est clair et ne serait vraisemblablement pas trop difficile à admettre. Mais la question beaucoup plus controversée est celle du cas où un pays tiers retient à la source des impôts sur les dividendes et intérêts qui y sont perçus. Dans la mesure où les fonds de pension peuvent investir en étant exemptés d'impôts dans leur propre pays, alors qu'ils subissent une retenue à la source sur les revenus de leurs investissements à l'étranger, il serait normal qu'ils n'investissent qu'à l'intérieur des frontières nationales⁽²⁾. Le problème dépasse le seul cadre des investissements des fonds de pension; il s'applique à tout portefeuille détenu par une catégorie quelconque d'investisseur. Les limitations en matière de dégrèvement de double imposition et de la non-récupérabilité partielle ou totale des impôts étrangers retenus à la source constituent l'un des plus grands obstacles à l'unification des différents marchés des capitaux de la Communauté. Cependant, le cadre de cette étude nous permet seulement d'attirer l'attention sur ce problème du point de vue limité et partiel des investissements entrepris par les fonds de pension.

5. Les caisses de retraite ne sont pas des compagnies d'assurances et ne devraient pas être réglementées comme telles.

Lorsqu'un employeur choisit de capitaliser ses engagements futurs en matière de retraites et se sert d'un système non assuré au lieu d'acheter à une compagnie d'assurances une annuité-groupe ou toute autre prestation future analogue, c'est qu'il a pesé les avantages ainsi obtenus (un rapport avantage-coût vraisemblablement amélioré n'en constitue probablement qu'un des éléments) à la lumière des caractéristiques

⁽¹⁾ Etant donné que le montant de la retraite est généralement bien inférieur à celui des revenus perçus avant celle-là, et que l'intéressé se trouve ainsi imposé au taux moins onéreux correspondant à une tranche de revenus inférieure.

⁽²⁾ Quoique, comme le prouvent certains de nos cas-témoins, certains fonds de pension soient tellement convaincus des avantages du choix sur un plan international, de la répartition des risques ainsi obtenus et de la possibilité de connaître une croissance plus rapide des revenus perçus sous forme de dividendes s'ils acceptent de traverser librement les frontières nationales, qu'ils sont prêts à perdre la partie des revenus correspondant aux retenues à la source à l'étranger, qu'ils sont dans l'impossibilité de récupérer.

précises de son propre programme de retraites. La caractéristique essentielle d'un fonds de pension assuré (et pour certains types de fonds l'avantage principal) c'est que des prestations fixées au préalable de façon précise peuvent être garanties à un coût fixé au préalable lui aussi. Une compagnie d'assurances lorsqu'elle étend cette garantie n'a d'incertitude que le risque relatif à l'espérance moyenne de vie, qui peut être calculé d'après des critères actuariels et qu'elle est, en général, apte à supporter. Dans les pays où les investissements des compagnies d'assurances sont soumis à une réglementation stricte, celle-ci a pour but de rendre doublement certain que les montants nominaux d'argent exigés pour faire face à des engagements également fixés en termes nominaux, seront toujours disponibles au moment précis où il faudra y faire appel.

Toutefois, la demande de pensions ne porte pas sur des sommes d'argent précises à verser dans l'avenir, mais sur un fond sur un certain niveau de vie durant la période de la retraite. Ainsi s'explique la forte tendance que l'on constate envers des régimes basés sur le principe selon lequel les prestations fournies sont fonction des salaires de la période précédant le départ à la retraite, introduisant parfois aussi la notion d'indexation sur le coût de la vie même après le départ à la retraite. Les engagements pris dans un tel régime dépendent du taux d'augmentation du niveau général des salaires, du taux d'accroissement du salaire de l'individu *par rapport* au taux général d'augmentation, et aussi de la stabilité ou instabilité monétaire au sens large du terme. Ce ne sont pas là des risques susceptibles d'être assurés au sens étroit de ce mot et les engagements auxquels ils aboutissent ne peuvent être capitalisés à un taux fixe dès le premier instant (c'est-à-dire dès que le participant adhère au régime) comme le voudrait la pratique orthodoxe du monde des assurances. Les primes peuvent, bien entendu, être ajustées après coup pour tenir compte des différents facteurs, mais, étant donné que d'après la réglementation orthodoxe, la plupart des primes perçues antérieurement, voire la totalité, aura été investie selon une forme appropriée à un engagement déterminé en montants nominaux (titres à revenu fixe tels que hypothèques, obligations, etc.) chaque ajustement ultérieur de prime risque de coûter extrêmement cher; l'objectif visé par un régime de retraites lié au niveau des salaires et censé mettre ses participants à l'abri de l'inflation est tout à fait étranger au genre de risque que la réglementation stricte des compagnies d'assurances est supposée garantir.

C'est pour cette raison que les compagnies d'assurances aux Etats-Unis, conscientes de leur handicap insurmontable vis-à-vis de fonds de pension non assurés, se sont émancipées, État après État, de la réglementation étroite régissant leurs investissements entrepris au titre de fonds de pension assurés et ont obtenu le droit de placer jusqu'à 100% des avoirs d'un fonds

en actions dont la valeur à une date future donnée n'est pas déterminée. On pourrait presque aller jusqu'à dire que les programmes de retraites les plus concurrentiels offerts par les compagnies d'assurances britanniques et américaines à l'heure actuelle ont un contenu « assurances » très réduit et s'assimilent de plus en plus à un fonds non assuré (bien qu'administré par les directeurs des services d'investissement des compagnies d'assurances), fonds où le rapport avantage/coût n'est pas déterminé à l'avance, mais dépend du succès de la politique d'investissement.

Il n'entre pas dans le cadre de ce rapport de savoir si la réglementation exigeant que les compagnies d'assurances-vie consacrent un pourcentage élevé de leurs réserves techniques aux obligations et fixent, à un niveau très bas, le pourcentage qui peut être consacré à l'achat de titres à revenu variable, est indispensable (ou non) du point de vue de la sauvegarde des responsabilités encourues en matière de risques assurés. Toutefois, nous tenons à bien faire valoir, qu'à notre avis, la capitalisation des retraites est une activité distincte et qui devrait être assujettie à une réglementation tout à fait différente. Nous donnons ci-après un aperçu de quelques-uns des éléments essentiels, qui, selon nous, devraient caractériser la législation et le contrôle des fonds de pension :

a) *Investissements*

La réglementation des caisses de retraite ne devrait pas chercher à stipuler (sauf l'exception prévue au paragraphe (b) ci-dessous) la composition du portefeuille d'un fonds (titres à revenu fixe, actions ordinaires ou de préférence, biens immobiliers, etc.). Tout au plus, pourrait-elle imposer certaines normes de qualité⁽¹⁾. En revanche, elle devrait certainement prévoir la gérance du fonds par un administrateur professionnel (qui ne serait pas obligatoirement le fiduciaire) dont les qualifications seraient rigoureusement définies (si l'administration du fonds était confiée à une personne morale telle qu'une banque ou une so-

(¹) De ce point de vue, le Trustee Investment Act britannique de 1961 pourrait, à plusieurs égards, servir d'exemple. Cette loi s'applique aux fonds de pension (et d'autres fonds gérés par un fiduciaire) dans les cas où l'acte juridique portant création du « trust » ne prévoit pas expressément de pouvoirs plus larges. (La plupart des fonds de pension britanniques jouissent en fait de pouvoirs leur accordant une liberté plus grande dans le domaine de l'investissement que celle prévue par la loi de 1961). Aux termes de cette loi, la moitié ou dans certaines conditions les trois quarts des avoirs d'un fonds peuvent être investis en actions de sociétés dont le capital-actions nominal libéré s'élève à, au moins, un million de livres sterling, cotées à une Bourse reconnue et ayant versé un dividende au cours de chacune des cinq années précédant l'achat des titres.

ciété de gérance, le personnel employé devrait posséder les qualifications professionnelles nécessaires et devrait correspondre à l'importance du capital géré). L'administrateur serait tenu, au moins une fois par an, de faire un rapport à l'employeur ayant parrainé la caisse ainsi qu'aux représentants du personnel sur les revenus et la valeur de l'actif de la caisse. Afin de favoriser le développement d'un esprit compétitif chez les administrateurs, il conviendrait de mettre ces rapports à la disposition d'autres employeurs.

b) *Les conflits d'intérêts*

Un fonds de pension devrait avoir interdiction de consacrer ses ressources (ou plus de 5% ou 10% de celles-ci) à l'achat des actions émises par l'entreprise dont il dépend, ou d'emprunts émis par cette entreprise. De même il devrait lui être interdit de prêter ou d'acheter un pourcentage du capital-actions, si ce n'est un montant peu important à une entreprise dont on pourrait estimer que l'activité est concurrentielle de celle de l'entreprise l'ayant parrainée.

c) *Importance suffisante des cotisations*

L'autorité chargée de la surveillance devrait être habilitée à constater périodiquement (ou à se voir remettre un certificat d'actuaire faisant état du fait) que le fonds n'est pas sous-capitalisé, eu égard aux promesses contractuelles faites par l'employeur et relatives aux retraites, ainsi qu'au taux et à la méthode de capitalisation adoptés. Toute constatation de sous-capitalisation devrait être signalée à l'employeur et aux représentants des employés et les droits juridiques des employés relatifs à un déficit du fonds dû à l'insuffisance des cotisations patronales devraient être les mêmes qu'en cas d'arréages de salaires.

d) *Le partage de surplus éventuels*

Etant donné que les actuaires ont tendance, à juste titre, d'ailleurs, à retenir un taux d'intérêt bas lors de l'établissement du calendrier de capitalisation (c'est-

à-dire à sous-estimer, d'une part, la croissance future probable des dividendes et autres revenus procurés par les investissements actuellement détenus par le fonds et, d'autre part, le taux de rendement possible au moment de l'investissement des cotisations futures), la plupart des caisses se trouveraient vraisemblablement en état de sur-capitalisation plutôt que l'inverse. Le principe de la répartition de tels surplus éventuels pourrait faire partie intégrante des conditions d'emploi. Sinon, il serait souhaitable que les modalités de cette répartition soient prévues à l'avance par voie réglementaire, déterminant ainsi l'importance de la part du surplus destiné (i) à être reportée sous forme de réserve libre au titre des cas imprévus (ii) à être reversée à l'employeur, permettant ainsi une diminution temporaire ou permanente de la cotisation patronale (iii) à être créditée aux salariés, soit en augmentant les prestations futures, soit en allégeant le barème de leurs cotisations (le cas échéant) et enfin (iv) à augmenter le présent niveau des retraites, avantageant ainsi les retraités actuels.

Il pourrait sembler, à première vue, que certaines des réformes d'ordre juridico-administratif et fiscal, ainsi que la réglementation à créer en matière de contrôle, examinées dans le présent chapitre, se situent hors du cadre de ce rapport, en principe limité à l'apport des fonds de pension aux marchés des capitaux et aux modalités permettant d'augmenter et d'améliorer cet apport. Ces suggestions semblent se référer à la facilité de gestion, à la sauvegarde du capital des retraités et au respect des principes de cohérence et d'équité dans la pratique fiscale plutôt qu'à l'alimentation des marchés des capitaux. Nous croyons, cependant que toutes ces mesures, aussi indirectes et détournées que certaines d'entre elles puissent apparaître, auraient leur importance et seraient, dans l'ensemble, de nature à assurer un développement plus rapide, plus sûr et plus régulier à des fonds de pension, de faciliter l'emploi de leurs avoirs par voie d'investissement entrepris par l'intermédiaire du marché, et d'éviter que les participants ne connaissent à nouveau les déceptions passées qui sont responsables en grande partie de l'insuffisance actuelle des flux d'épargne vers les marchés des capitaux.

ANNEXES AU CHAPITRE III

TABLE DES MATIERES
ANNEXES AU CHAPITRE III

<i>Annexe A</i>	Pages des annexes
DONNEES HISTORIQUES SUR LA POPULATION, L'EMPLOI ET LES REVENUS	53
Table A - 1 Emploi Privé Non Agricole	53
Table A - 2 Revenus et Traitements par Travailleur (non agricole)	53
Table A - 3 Population et Population Active	54
Table A - 4 Population Active Occupée et PNB	55
Table A - 5 Tendances Principales de la Sécurité Sociale	56
<i>Annexe B</i>	
FONDS DE PENSION COMPLEMENTAIRES - DONNEES HISTORIQUES ET ESTIMATIONS PAR PAYS	60
DEFINITION DES TERMES EMPLOYES DANS L'ANNEXE B	61
Table B - 1 Fonds de Pension Capitalisés en Allemagne	62
Table B - 2 Estimations des Fonds de Pension Privés, Non Assurés, Allemagne	63
Table B - 3 Régimes de Retraites Complémentaires en France	64
Table B - 4 Réserves Italiennes de Fonds de Pension et Investissements	65
Table B - 5 Estimations de Tous les Fonds de Pension Privés en Italie	66
Table B - 6 Fonds de Pension Privés, Non Assurés, en Hollande	67
Table B - 7 Fonds de Pension Néerlandais : Direction des investissements en 1965	68
Table B - 8 Tendances Récentes des Fonds Publics Néerlandais	68
Table B - 9 Fonds de Pension Privés aux Etats-Unis	69
Table B - 10 Fonds de Pension au Royaume-Uni : Estimations	70
Table B - 11 Hypothèses sur les Déterminants Principaux du Rapport RPA/PM	71

APPENDIX A

HISTORICAL DATA ON POPULATION, EMPLOYMENT AND INCOMES
DONNEES HISTORIQUES SUR LA POPULATION, L'EMPLOI ET LES REVENUS

TABLE A - 1
Private non agricultural employment - Emploi privé non agricole

	1955	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>Active/Actif</i> ⁽¹⁾							
Deutschland ⁽²⁾	12,92	16,61	16,96	17,25	17,39	17,57	17,85
France	8,30	9,00	9,13	9,31	9,72	10,03	10,25
Italia	6,18	7,88	8,14	8,28	8,41	8,40	8,06
Nederland	2,35	2,64	2,72	2,76	2,83	2,91	3,20
Belgique	1,70	1,78	1,83	1,89	1,92	1,96	2,00
EEC	31,45	37,91	38,78	39,49	40,27	40,87	41,36
U.S.	43,76	45,85	45,39	46,65	47,44	48,56	50,39
U.K.	17,95	18,80	19,14	19,38	19,35	19,73	20,15
<i>Retired/Retraités</i> ⁽²⁾							
Deutschland ⁽²⁾	1,01	1,63	1,76	1,82	1,89	1,95	1,99
France	0,88	1,08	1,10	1,13	1,17	1,20	1,22
Italia	0,47	0,66	0,70	0,71	0,74	0,76	0,77
Nederland	0,24	0,30	0,31	0,32	0,33	0,34	0,34
Belgique	0,20	0,26	0,27	0,27	0,29	0,29	0,31
EEC	2,80	3,92	4,14	4,25	4,42	4,54	4,63
U.S.	4,03	5,21	5,32	5,50	5,65	5,81	5,99
U.K.	2,36	2,60	2,67	2,74	2,82	2,91	2,99

⁽¹⁾ Population active occupée dans des établissements privés, d'activité non agricole.

⁽²⁾ Total des estimations pour les hommes de plus de 65 ans et les femmes de plus de 60 ans, retraités d'activités privées non agricoles; estimé en appliquant les taux de participation à l'emploi du groupe d'âge actif le plus élevé (45-65 ans pour les hommes; 45-60 ans pour les femmes) par rapport à la population à l'âge de la retraite, moins les travailleurs encore en activité.

⁽³⁾ Berlin-Ouest exclu avant 1960.

Sources: OCDE Statistiques de Main-d'Oeuvre, données du recensement pour chaque pays et Bulletin Général de Statistiques de la CEE.

TABLE A - 2

Wages and salaries per employee (non agricultural) - Revenus et traitements par travailleur (non agricole)

	1955	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>Compensation of Employees per Employee/Rémunération des Salariés et Appointés par Travailleur:</i>							
Deutschland (DM '000)	5,29	7,17	7,93	8,61	9,13	9,87	10,73
France (FF '000)	6,87	10,98	12,05	13,22	14,54	15,70	16,47
Italia (Lit '000)	743	912	982	1 117	1 317	1 472	1 596
Nederland (Fl '000)	4,87	6,54	6,96	7,56	8,22	9,54	9,97
Belgique (BF '000)	81,5	102,3	104,6	111,9	121,7	133,5	144,8
U.S. (\$) '000)	4,51	5,45	5,57	5,80	5,97	6,22	6,45
U.K. (£)	537	694	738	768	807	858	906
<i>Wages and Salaries per Employee ⁽¹⁾/Salaires et Traitements par Travailleur</i>							
Deutschland (DM '000)	4,57	6,04	6,72	7,32	7,74	8,42	9,17
France (FF '000)	..	8,89	9,66	10,5	11,5	12,4	12,9
Italia (Lit '000)	626	742	800	902	1 062	1 171	1 288
Nederland (Fl '000)	..	5,66	5,99	6,56	7,02	8,11	8,50
Belgique (BF '000)	71,8	87,7	89,4	95,7	103,7	113,1	121,4
U.S. (\$) '000)	4,39	5,24	5,36	5,56	5,71	5,96	6,18
U.K. (£)	520	674	715	743	780	828	870
<i>Employers' Contributions to Social Security as Percent of Employee Compensation/Contributions des Employeurs à la Sécurité Sociale en Pourcentage de la Rémunération des Salariés et Appointés</i>							
Deutschland	13,6	15,8	15,3	15,0	15,2	14,7	14,5
France	..	19,0	19,8	20,3	20,7	20,9	21,5
Italia	15,7	18,6	18,5	19,2	19,4	20,4	19,3
Nederland	..	13,5	13,9	13,2	14,6	15,0	14,7
Belgique	12,0	14,3	14,5	14,5	14,8	15,2	16,1
U.S.	2,7	3,8	3,8	4,1	4,4	4,2	4,2
U.K.	3,2	2,9	3,1	3,3	3,4	3,5	4,0

⁽¹⁾ Rémunération moins les contributions des employeurs à la Sécurité Sociale.

Source: Bulletin Général de Statistiques de la CEE, Annuaire Statistiques Nationales, OCDE Statistiques de Comptes Nationaux pour les données sur les rémunérations et contributions des employeurs à la Sécurité Sociale. Voir tableau A-1 pour les sources utilisées sur l'emploi, ce tableau comprenant l'administration publique et les entreprises publiques (Etats-Unis: administration publique uniquement).

TABLE A - 3

Population and labour force - Population et population active

	1955	1960	1965	1970	1975	1980
	<i>Population</i> ⁽¹⁾ (millions)					
Deutschland	50,19	55,43	59,04	60,22	61,51	62,39
France	43,43	45,68	48,93	50,05	53,52	56,30
Italia	48,20	49,64	51,59	54,82	56,40	58,44
Nederland	10,76	11,49	12,29	13,12	14,20	15,41
Belgique	8,87	9,15	9,46	9,71	9,94	10,00
EEC	161,4	171,4	181,3	188,3	195,6	202,5
	<i>Population of working age - Population d'âge actif</i> ⁽²⁾ (millions)					
Deutschland	33,13	35,79	36,84	36,27	36,44	38,96
France	26,45	27,14	29,16	30,26	31,58	33,59
Italia	30,70	31,68	32,44	33,91	34,50	35,73
Nederland	6,40	6,76	7,36	7,80	8,28	8,83
Belgique	5,65	5,62	5,72	5,79	5,87	5,95
EEC	102,3	107,0	111,5	114,0	116,7	123,1
	<i>Labour force - Population active</i> ⁽³⁾ (millions)					
Deutschland	23,22	26,22	26,90	26,98	27,52	28,42
France	19,01	18,88	19,69	21,33	22,37	23,48
Italia	20,82	20,84	19,73	20,54	20,65	21,25
Nederland	3,85	4,07	4,63	4,84	5,10	5,40
Belgique	3,49	3,50	3,65	3,80	3,92	4,00
EEC	70,4	73,5	74,6	77,5	79,56	82,55
	<i>Participation rates</i> (Labour force as % of population of working age)			<i>Taux de participation</i> (% de la population active dans la population d'âge actif)		
Deutschland	70,1	73,3	73,0	74,4	75,5	72,9
France	71,9	69,6	67,5	70,5	70,8	69,9
Italia	67,8	65,8	60,8	60,6	59,9	59,5
Nederland	60,2	60,2	62,9	62,1	61,6	61,2
Belgique	61,8	62,3	63,8	65,6	66,8	67,2
EEC	68,8	68,7	66,9	68,0	68,2	67,1

⁽¹⁾ Y compris migration.⁽²⁾ Age actif: hommes 15 à 65; femmes 15 à 60.⁽³⁾ Population active civile.

Sources: Statistiques de Main-d'Oeuvre, OCDE, Annuaire National de Statistiques (chiffres du recensement et projections) et L'Evolution Démographique 1956-76; 1965-80, OCDE.

TABLE A-4

Employed labour and GNP - Population active occupée et PNB

		Deutschland (¹)	France	Italia	Nederland	Belgique
<i>Employed Labour Force/ Population Active Occupée (millions)</i>	1955	22,27	18,73	19,33	3,82	3,35
	1960	25,95	18,64	20,00	4,02	3,38
	1965	26,75	19,42	19,01	4,60	3,59
	1970	26,8	21,1	20,0	4,80	3,74
	1975	27,3	22,1	20,2	5,06	3,86
	1980	28,2	23,2	20,9	5,36	3,94
<i>GNP per Employed Labour Force/ (²) PNB par Personne Occupée (²) (1958 prices/prix de 1958)</i>	1955	8,81	11,45	0,818	8,82	149,4
	1960	11,02	14,52	1,041	10,25	167,8
	1965	13,58	18,09	1,426	11,62	202,1
	1970	16,9	22,5	1,86	13,42	240
	1975	21,1	28,1	2,43	15,72	285
	1980	26,3	35,0	3,18	18,41	339
<i>Real GNP/PNB Réel (³) (1958 prices/prix de 1958)</i>	1955	198,6	214,3	15,83	33,70	499,9
	1960	286,3	270,7	20,83	41,16	566,4
	1965	363,2	351,2	27,12	52,80	725,2
	1970	452	474	37,2	64,5	896
	1975	576	621	49,3	79,6	1 100
	1980	741	812	66,5	98,8	1 335
<i>Nominal GNP/PNB aux Prix Courants (³)</i>	1955	180,8	171,9	14,62	29,75	454,5
	1960	296,6	296,2	20,99	42,35	565,8
	1965	449,6	464,7	35,57	68,99	847,4
	1970	641	720	55,9	96,6	1 200
	1975	932	1 082	85,3	136,7	1 690
	1980	1 375	1 630	132,5	194,2	2 360
<i>Average Annual Increase/Taux d'Accroissement (% p.a.)</i>						
<i>Employed Labour Force/ Population Active Occupée</i>	1955/65	1,8	0,4	-2	1,9	0,7
	1965/80	0,5	1,2	0,6	1,0	0,6
<i>GNP per Person Employed/ PNB par Personne Occupée</i>	1955/65	4,4	4,7	5,7	2,8	3,1
	1965/80	4,5	4,5	5,5	3,2	3,5
<i>Real GNP/PNB Réel</i>	1955/65	6,2	5,1	5,5	4,6	3,8
	1965/80	4,9	5,7	6,2	4,3	4,1
<i>Nominal GNP/PNB aux Prix Courants</i>	1955/65	9,5	10,4	9,3	8,8	6,4
	1965/80	7,7	8,7	9,2	7,2	7,1

(¹) Berlin-Ouest non compris, antérieur à 1960.

(²) Milliers d'unités de monnaie nationale, à l'exception de l'Italie (millions).

(³) Milliards d'unités de monnaie nationale, à l'exception de l'Italie (000 milliards). La conversion du PNB réel en PNB aux prix courants pendant la période de projection est basée sur l'hypothèse que les prix augmentent en moyenne de 2,8 % p.a. dans chaque pays.

Sources: Des données historiques: OCDE Statistiques de Main-d'Oeuvre, CEE Bulletin Général de Statistiques; des projections de population active OCDE (migration incluse, voir tableau A-3) ainsi que les projections d'EUROFINANCE sur le chômage.

TABLE A - 5

Main trends in social security
Tendances principales de la sécurité sociale

	1955	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>DEUTSCHLAND</i> (value figures in billions of national currency)							
Contributing membership (million)	23,0	26,0	26,2	26,3	26,7	25,8	25,7
Pensioners (million)	6,16	7,29	7,40	7,54	7,68	7,89	8,10
(Pensioners excluding survivors)	3,50	4,14	4,27	4,42	4,53	4,69	4,84
Contributions - employer	11,2	22,1	24,1	26,1	28,2	30,1	32,8
- total	22,6	42,6	48,9	51,1	55,3	61,0	68,4
Benefits - retirement	9,74	20,3	22,0	23,6	25,8	30,1	32,8
- total	19,5	40,1	44,1	48,4	52,7	57,9	65,6
Average retirement benefits (000's DM)	1,58	2,78	2,97	3,13	3,36	3,59	3,95
Reserves (year-end)	..	11,4	16,2	18,9	21,5	24,6	27,4
Contributing membership as % of labour force	99,0	99,0	99,0	98,9	100,0	96,7	95,4
Average retirement benefits as % of average wage	34,6	46,0	44,2	42,8	43,4	42,6	43,1
<i>FRANCE</i> (chiffres de valeur en milliards d'unités de monnaie nationale)							
Cotisans (million)	18,7	18,5	18,7	18,9	19,3	19,5	19,7
Retraités (million)	4,95	5,39	5,46	5,53	5,63	5,74	5,82
Retraités à l'exclusion de survie	3,47	3,77	3,82	3,87	3,94	4,02	4,07
Cotisations - des employeurs	..	25,2	29,3	33,6	39,1	43,9	48,3
- totales	..	35,0	40,8	47,0	54,2	61,6	67,8
Prestations - de vieillesse	..	9,75	10,8	12,5	15,0	17,7	20,1
- totales	..	34,8	39,6	46,0	53,8	61,5	68,2
Prestation moyenne de vieillesse (FF 000)	..	1,81	1,98	2,26	2,66	3,08	3,45
Réserves (fin d'année)	..	..	..	..	..	..	..
Cotisans en % de la population active	98,2	98,0	99,0	100	100	100	100
Prestation moyenne en % du salaire moyen	..	20,4	20,5	21,5	23,1	24,8	26,7

TABLE A-5 suite

Main trends in social security
Tendances principales de la sécurité sociale

	1955	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>ITALIA</i> (valeur exprimée en Lire 000 milliards)							
Contributing membership (million)	20,8	20,8	20,7	20,4	20,0	19,9	19,7
Pensioners (million)	3,85	4,19	4,28	4,48	4,51	4,55	4,63
(Pensioners excluding survivors)	2,89	3,14	3,21	3,36	3,38	3,41	3,47
Contributions - employer	0,94	1,69	1,87	2,27	2,81	3,28	3,26
- total	1,46	2,57	2,69	3,22	4,00	4,69	5,43
Benefits - retirement	0,78	1,41	1,53	1,82	2,28	2,40	3,18
- total	1,24	2,24	2,47	2,90	3,62	4,04	5,04
Average retirement benefits (000's Lit.)	203	337	357	406	506	527	687
Reserves (year-end)	..	1,32	1,54	1,86	2,24	2,89	3,28
Contributing membership as % of labour force	100	100	100	100	100	100	100
Average retirement benefits as % of average wage	32,4	45,4	44,6	45,0	47,6	45,0	53,3
<i>NEDERLAND</i> (chiffres de valeur en milliards d'unités de monnaie nationale)							
Cotisants (millions)	3,85	4,07	4,12	4,19	4,27	4,35	4,63
Retraités (millions)	0,82	0,91	0,93	0,95	0,97	1,00	1,03
(Retraités à l'exclusion de survie)	0,56	0,59	0,60	0,62	0,63	0,65	0,67
Cotisations - des employeurs	1,18	2,69	3,04	3,18	3,92	4,81	5,35
- totales	2,68	6,03	6,95	7,36	8,84	10,69	12,81
Prestations - de vieillesse	0,42	2,11	2,30	2,60	3,01	3,71	4,85
- totales	1,01	4,82	5,18	5,75	7,19	8,65	10,4
Prestation moyenne de vieillesse (000's Fl.)	0,51	2,32	2,47	2,74	3,10	3,71	4,71
Réserves (fin d'année)	..	..	..	..	..	..	..
Cotisants en % de la population active	100	100	100	100	100	100	100
Prestation moyenne en % du salaire moyen	..	41,0	41,2	41,8	44,2	45,7	55,4

TABLE A - 5 suite

Main trends in social security
Tendances principales de la sécurité sociale

	1955	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>BELGIQUE</i> (value figures in billion of national currency)							
Contributing membership (million)	1,91	1,94	1,99	2,03	2,08	2,14	2,17
Pensioners (million)	0,31	0,35	0,35	0,36	0,36	0,39	0,39
Pensioners excluding survivors	0,17	0,19	0,20	0,20	0,20	0,22	0,22
Contributions - employer	23,9	37,3	39,9	43,6	49,2	57,0	66,4
- total	48,9	75,9	80,2	86,8	95,7	112,2	129,8
Benefits - retirement	13,2	20,8	22,6	28,5	26,3	28,7	31,1
- total	47,3	72,9	76,6	83,5	91,8	98,3	120,8
Average retirement benefits (000's BF)	42,6	59,4	64,6	70,8	73,1	73,6	79,7
Reserves (year-end)	63,3	66,3	69,9	73,2	77,1	91,0	100,0
Contributing membership as % of labour force	54,7	55,4	56,5	57,1	57,9	59,1	59,5
Average retirement benefits as % of average wage	59,3	67,7	72,3	74,0	70,5	65,1	65,7
<i>UNITED KINGDOM</i> (chiffres de valeur en milliards d'unités de monnaie nationale)							
Cotisants (millions)	23,8	24,5	24,8	24,9	25,0	25,2	25,4
Retraités (millions)	4,63	5,68	5,79	5,94	6,11	6,29	6,49
Retraités à l'exclusion de survie	..	..	..	..	..	..	..
Cotisations - des employeurs	0,27	0,39	0,46	0,51	0,57	0,64	0,78
- totales	0,74	1,05	1,18	1,30	1,43	1,58	1,88
Prestations - de vieillesse	0,42	0,68	0,77	0,82	0,93	1,02	1,20
- totales	0,69	1,04	1,18	1,27	1,48	1,56	1,85
Prestation moyenne de vieillesse (£)	90,7	119,7	133,0	138,0	152,2	162,2	184,9
Réserves (fin d'année)	..	..	..	..	..	..	..
Cotisants en % de la population active	100,0	100,0	99,9	99,2	99,1	99,5	98,9
Prestation moyenne en % du salaire moyen	17,5	17,8	18,6	18,6	19,5	19,6	21,3

PRINCIPALES TENDANCES DANS LA SECURITE SOCIALE SOURCES ET INDICATIONS SUR LA METHODE

1. *Affiliés cotisants* : Les chiffres pour l'Allemagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas ont été extraits des données sur la main-d'oeuvre et sur le nombre de cotisations à la Sécurité Sociale, disponibles pour un ou deux ans dans les sources officielles. Pour la Belgique et la Grande-Bretagne des séries continues sont publiées dans les annuaires statistiques de chaque pays.

2. *Pensionnés* : Equivalent au total estimé des pensionnés (assurés sociaux et leurs survivants) titulaires de pensions d'Etat, à l'exclusion des pensions d'invalidité. Les données sont estimées sur la base des chiffres d'années repères tirés des statistiques officielles, et de la population ayant dépassé l'âge de la retraite. Le nombre de pensionnés est plus élevé que le nombre estimé des retraités en raison de l'inclusion *a*) des titulaires de pensions qui continuent à travailler, *b*) des retraites anticipées et *c*) des titulaires de pensions qui n'ont jamais travaillé (survivants). En Hollande, les « survivants » ont été estimés à 35% du total des pensionnés.

3. *Cotisations et prestations* : Sources principales : « Bulletin Général de Statistique » de la CEE, 1967, N° 11 et « Statistiques Sociales » 1967, N° 5. Le total des cotisations est égal au total des recettes, net des

transferts à d'autres fonds. Les données sur les pensions d'invalidité, de vieillesse et de survie ont été ajustées pour exclure les pensions d'invalidité. Les prestations de retraite en Italie correspondent aux pensions payées par les trois principaux fonds publics en activité en Italie.

4. *Prestations de retraites moyennes et salaires moyens* : Les prestations de retraites moyennes sont calculées en divisant le total des prestations de retraites par le total des pensionnés (y compris les survivants) — le niveau des pensions de retraite est normalement fonction du salaire dans les dernières années d'activité; par conséquent, la comparaison avec les salaires et traitements moyens (source tableau A-2), qui sont normalement plus bas que les salaires et traitements en fin de carrière, surestime l'importance des pensions de retraite.

5. *Pensionnés en % de la population retraitée* : Il est obtenu en divisant par la « population retraitée » (estimée comme la population ayant cessé son activité multipliée par le taux de participation de la main-d'oeuvre dans la zone d'âge 45-60 ans) les pensionnés à l'exclusion des survivants.

APPENDIX B

FONDS DE PENSION COMPLEMENTAIRES
DONNEES HISTORIQUES ET ESTIMATIONS PAR PAYS

AVERTISSEMENT : La plus grande partie des données présentées sur les pages suivantes sont des estimations basées sur des repères, des petits échantillons ou sont simplement déduites des relations théoriques et des caractéristiques de certains fonds. Bien que les chiffres soient cohérents entre eux, leur exactitude peut évidemment être mise en cause. Les tableaux B - 1, 3, 4, 7, 8, 9, sont en grande partie basés sur des données publiées. Les estimations des tableaux B - 2, 5, 6 et 10, par contraste, DOIVENT ETRE CONSIDEREES COMME UNE SIMPLE INDICATION D'ORDRE DE GRANDEUR.

DEFINITION DES TERMES EMPLOYES DANS L'ANNEXE B

Les termes suivants sont employés dans un sens comparable de pays à pays. Les écarts par rapport à la terminologie adoptée sont indiqués dans les notes des tableaux.

1. Régimes complémentaires : Régimes assurant une pension de retraite s'ajoutant aux prestations vieillesse des régimes légaux d'assurances sociales, à l'exclusion des assurances *individuelles*. Ces régimes peuvent être publics (institués au profit des fonctionnaires et des travailleurs des entreprises publiques) ou privés (institués pour les bénéficiaires de salaires et traitements à l'exclusion des travailleurs familiaux et agricoles).

2. Régimes de transferts courants : Connus également sous le nom de régimes de répartition ou de régimes non capitalisés, ils comprennent les régimes dans lesquels les prestations sont payées sur les cotisations courantes, ne nécessitant donc pas de réserves pour assurer le service des prestations futures. Les *réserves* couvrent généralement de un semestre à deux ans de prestations.

3. Fonds sous forme d'inscriptions au bilan : Connus également sous le nom de fonds de licenciement en Italie, ils comprennent les fonds capitalisés comportant obligation légale ou contractuelle de payer les prestations de retraite ou de licenciement, la capitalisation apparaissant au passif du bilan de la société débitrice avec ou sans discrimination des *actifs* correspondants.

4. Régimes assurés : Tout régime (capitalisé) administré par une Compagnie d'Assurances. Les *réserves* d'une manière générale ne feront pas l'objet d'une discrimination par rapport à l'ensemble des réserves de la compagnie.

5. Fonds autonomes : Tout fonds capitalisé autogéré, en règle générale pourvu d'une existence juridique distincte. L'investissement des *actifs* peut ou non être soumis à réglementation (« réglementé » ou « non réglementé »). Ils comprennent les fonds de pension publics et privés, ces derniers présentant un intérêt capital dans la présente étude.

6. Réserves : Actifs totaux des fonds de pension, qui peuvent ou non être disponibles pour investissement sur les marchés de capitaux selon le type de fonds.

Les *réserves* des fonds sous forme d'inscription au bilan, à de rares exceptions près, correspondent à un investissement dans les propres actifs de la société; ceux des régimes de transfert correspondent à un investissement dans des actifs liquides ou à court terme. Les investissements à long terme (immobiliers, titres, etc.) constituent par contre l'essentiel des réserves des fonds de pension autonomes.

7. Investissements : Achats nets d'actifs procurant un revenu (intérêts, dividendes, loyers). En pratique les statistiques relatives à l'investissement indiquent le *net cash flow* (recettes totales moins dépenses totales).

8. Accumulation nette : Investissement net plus gains en capital = addition nette aux réserves ou actifs totaux pendant une année.

9. Revenus nets des fonds placés : Résultats sur actifs investis moins les coûts administratifs. Pour les régimes de transfert, les coûts administratifs figurent nets des résultats d'investissements.

10. Salariés affiliés : Ensemble des affiliés, cotisant ou non, aux régimes complémentaires (systèmes « à cotisation » ou « sans cotisation ») : à l'exclusion des dépendants.

11. Pensionnés: Bénéficiaires de pensions, à l'exclusion des dépendants et (dans la mesure du possible) des survivants.

12. Cotisations : Des employeurs, des salariés, et éventuellement de l'Etat.

13. Prestations : Paiements effectués en vertu de systèmes obligations. Les prestations moyennes sont surestimées dans la mesure où sont incluses des pensions autres que de retraite, et où des survivants sont exclus des données.

14. Rapports principaux : Cotisation moyenne = Cotisation par salarié affilié. Prestations moyennes = Prestations par pensionné. Rapport réserves/prestations = Réserves par prestations payées. Réserves moyennes = Réserves par salarié affilié. Rapport RPA/PM = Réserves moyennes par prestations moyennes.

TABLE B - 1

Fonds de pension capitalisés en Allemagne ⁽¹⁾
(en millions de personnes et milliards de Marks, sauf indication contraire)

	1957	1961	1962	1963	1964	1965	1966
<i>Fonds publics</i> ⁽²⁾							
Salariés affiliés	..	1,53	1,58	1,66	1,70	1,67	1,80
Pensionnés (survivants compris)	..	0,42	0,43	0,45	0,48	0,51	0,53
Pensionnés/affiliés (%)	..	27,5	27	27	28	30,5	29,5
Cotisations	..	0,71	0,84	0,94	1,02	1,20	1,30
Revenus nets des fonds placés	..	0,37	0,30	0,54	0,33	0,23	0,87
Prestations	..	0,28	0,34	0,38	0,42	0,45	0,52
Accroissement net ⁽³⁾	..	0,80	0,80	1,10	0,93	0,98	1,65
Réserves des fonds (fin d'année)	2,3	4,5	5,3	6,4	7,35	8,33	10,0
Réserves par affilié (DM milliers)	1,8	2,9	3,4	3,9	4,3	5,0	5,6
Prestation moyenne (DM milliers)	0,5	0,67	0,79	0,84	0,87	0,88	0,98
Rapport RPA/PM ⁽⁴⁾	3,6	4,3	4,3	4,6	4,9	5,7	5,7
<i>Fonds privés</i> ⁽⁵⁾							
Salariés affiliés	0,73	1,64	1,66	1,99	1,81	1,77	1,81
Pensionnés	0,13	0,23	0,25	0,26	0,27	0,29	0,31
Pensionnés/affiliés (%)	18	14	15	12,5	14,5	16	16,5
Cotisations	0,22	0,55	0,60	0,65	0,67	0,72	0,80
Revenus nets des fonds placés	0,18	0,27	0,31	0,37	0,39	0,44	0,50
Prestations	0,12	0,25	0,28	0,34	0,37	0,39	0,44
Investissements ⁽⁶⁾	0,28	0,58	0,64	0,68	0,70	0,77	0,86
Accroissement net	0,36	0,69	0,59	0,89	0,73	0,75	0,86
Réserves des fonds (fin d'année)	3,20	5,49	6,08	6,97	7,70	8,45	9,31
Réserves par affilié (DM milliers)	4,38	3,35	3,66	3,50	4,25	4,77	5,14
Prestation moyenne (DM milliers)	0,92	1,09	1,12	1,30	1,37	1,35	1,42
Rapport RPA/PM ⁽⁴⁾	4,76	3,07	3,27	2,69	3,10	3,53	3,62
<i>Assurance collective</i> ⁽⁶⁾ (estimations)							
Salariés affiliés	1,75	2,2	..	..	..	2,7	..
Cotisations	0,10	0,19	..	..	..	0,37	..
Réserves des fonds, fin d'année	0,4	0,8	..	..	..	1,4	..
Réserves par affilié (DM milliers)	0,24	0,38	..	..	..	0,52	..
Prestation moyenne (DM milliers)	0,15	0,20	..	..	..	0,25	..
Rapport RPA/PM	1,6	1,9	..	..	..	2,1	..

(¹) Fonds "autonomes" garantissant des prestations complémentaires représentant cette portion de tous les régimes complémentaires allemands (voir tableau B-2), pour laquelle des statistiques relativement suivies sont publiées.

(²) Données pour 7 régimes publics, disponibles avec informations détaillées pour 1964; estimations basées sur des séries historiques se référant aux trois plus grands fonds qui s'élèvent à 70 % du nombre des affiliés, les gouvernements du Bund et Länder; Bundesbank; Bundespost.

(³) Cotisations plus réserves des fonds (le reste) moins les prestations.

(⁴) Rapport des deux lignes précédentes.

(⁵) Fonds autonomes sous la tutelle du Gouvernement (244 en 1958; 259 en 1963; 255 en 1966, y compris 7 fonds publics de petite importance) à l'exclusion des fonds de prévoyance (Unterstützungskassen) n'étant pas sous la tutelle du Gouvernement.

(⁶) Régimes assurés et assurance sociale supplémentaire assumés par les employeurs.

Source: Bundesaufsichtsamt für Versicherungs- und Bausparwesen; Heubeck.

Estimations (1) des fonds de pension privés, non assurés, en Allemagne

	Pensionskassen Fonds de pension			Unterstützungskassen Fonds de secours			Pensionsrückstellungen Fonds sous forme d'inscription au bilan			Total/Average Moyenne/Total		
	1957	1960	1965	1957	1960	1965	1957	1960	1965	1957	1960	1965
Salariés affiliés (millions)	0,73	1,51	1,77	1,05	1,15	1,35	3,97	4,74	6,08	5,75	7,40	9,20
Pensionnés (millions)	0,13	0,23	0,29	0,10	0,12	0,17	0,25	0,40	0,9	0,48	0,75	1,40
Taux d'affiliation (en % de l'emploi privé non agricole)	5,0	9,1	9,9	7,2	6,9	7,6	27,4	28,5	34,0	39,5	44,5	51,5
Taux de retraite (en % d'EPN retraités)	10,5	14	14,5	7,8	7,4	8,5	20	24,5	47	38	46	70
Cotisations (DM milliards)	0,22	0,47	0,72	0,10	0,13	0,24	0,98	1,68	3,44	1,30	2,28	4,4
Revenus nets des fonds placés (DM milliards)	0,18	0,24	0,44	0,20	0,30	0,26	..	..	..	0,38	0,54	0,7
Prestations (DM milliards)	0,12	0,23	0,39	0,05	0,08	0,16	0,18	0,32	1,04	0,35	0,63	1,6
Accroissement net (DM milliards) (2)	0,36	0,64	0,75	0,25	0,35	0,34	0,80	1,36	2,40	1,41	2,35	3,5
Réserves des fonds (DM milliards, fin d'année)	3,20	4,81	8,45	2,0	2,75	4,48	5,00	8,64	10,1	10,20	15,20	33,0
Réserves: prestations	27 : 1	21 : 1	22 : 1	40 : 1	34 : 1	28 : 1	28 : 1	27 : 1	19 : 1	29 : 1	24 : 1	21 : 1
Réserves par affilié (DM milliers)	4,4	3,2	4,8	1,9	2,4	3,3	1,3	1,8	3,3	1,8	2,1	3,6
Prestation moyenne (DM milliers)	0,9	1,0	1,3	0,5	0,7	0,9	0,7	0,8	1,1	0,7	0,8	1,1
Rapport RPA/PM (3)	4,9	3,2	3,7	3,4	3,4	3,5	1,9	2,2	3,0	2,4	2,6	3,2
Cotisation moyenne (DM milliers)	0,30	0,31	0,41	0,10	0,11	0,18	0,25	0,35	0,57	0,23	0,31	0,48
Prestation moyenne } en % du salaire moyen non agricole	17	17	14	14	15	13	14	13	12	14,5	13,5	12
Cotisation moyenne } en % du salaire moyen non agricole	6	5	4,5	1,9	1,9	2	5	6	6	4,5	5	5

(1) Par EUROFINANCE: basés sur un grand nombre de sources, y compris des oeuvres publiées, (voir tableau précédent, CEE: Régimes Complémentaires, Annuaire Statistique), coupures de presse, et opinions professionnelles.

(2) Y compris amortissement et variations des valeurs de portefeuille.

(3) Réserves par Affilié/Prestation Moyenne.

TABLE B - 3

Régimes de retraites complémentaires en France
(en millions de personnes et milliards de francs, sauf indication contraire)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966
<i>Statistiques des fonds de l'ARRCO</i>						
Salariés affiliés (fin d'année)	4,82	6,16	6,77	7,04	7,39	7,54
Pensionnés (fin d'année)	0,51	0,65	0,80	0,95	1,17	1,43
Survivants des pensionnés (fin d'année)	0,23	0,29	0,34	0,41	0,49	0,59
Cotisations	1,21	1,47	1,91	2,21	2,57	2,88
Prestations	0,57	0,78	1,02	1,30	1,70	2,15
Coûts administratifs (moins les intérêts)	0,05	0,06	0,07	0,05	0,08	0,10
Accroissement net	0,59	0,63	0,94	0,88	0,78	0,63
Réserves (fin d'année)	1,23	1,86	2,82	3,70	4,48	5,11
	1960		1963	1964	1965	
<i>Estimations de tous régimes de retraites complémentaires</i>						
Salariés affiliés (fin d'année)	6,2		9,21	9,68	10,1	
Pensionnés (fin d'année)	0,6		1,12	1,32	1,6	
Taux d'affiliation en % de l'emploi total non agricole	51,5		71	72,5	74	
Pensionnés en % des retraités	26		48,5	57	69	
Cotisations	2,4		4,50	5,22	6,1	
Prestations	1,2		2,96	3,58	4,5	
Coûts administratifs (moins les intérêts)	0,1		0,24	0,20	0,3	
Accroissement net	1,1		1,30	1,44	1,3	
Réserves (fin d'année)	2,4		6,37	7,82	9,1	
Rapport des réserves/prestations	2,0		2,1	2,2	2,0	
Cotisation par affilié (FF 000)	0,39		0,49	0,54	0,60	
Prestation par pensionné (FF 000)	2,00		2,64	2,71	2,81	

Sources: ARRCO (Association des Régimes de Retraites Complémentaires), Ministère du Travail, coupures de presse, et estimations d'EUROFINANCE.

TABLE B - 4

Riserve italiane de fonds de pension et investissements
(billions de liras)

	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
<i>Fonds publics</i> ⁽¹⁾									
Revenus de cotisation	1,24	1,33	1,81	1,81	2,22	2,87	3,08	3,56	3,40
total	1,36	1,42	1,91	1,94	2,36	2,99	3,25	3,79	3,58
Dépenses de prestation	1,18	1,31	1,41	1,53	1,82	2,28	2,40	3,18	3,38
total	1,34	1,49	1,60	1,73	2,11	2,61	2,66	3,41	3,70
Investissements ⁽²⁾	0,10	0,05	0,08	0,08	0,14	0,13	0,35	0,10	0,22
Accroissement net	0,02	-0,07	0,30	0,20	0,24	0,38	0,60	0,38	0,12
Riserves (fin d'année)									
Valeurs immobilières	0,12	0,13	0,15	0,17	0,18	0,21	0,23	0,25	0,29
Valeurs mobilières	0,20	0,21	0,22	0,25	0,33	0,40	0,63	0,64	0,68
Prêts à long terme	0,27	0,30	0,35	0,39	0,44	0,47	0,57	0,64	0,68
Crédits et en caisse	0,23	0,12	0,33	0,44	0,53	0,80	1,05	1,43	1,09
Total	0,82	0,76	1,06	1,25	1,49	1,88	2,48	2,96	2,74
<i>Fonds privés</i>									
Riserves de fonds (fin d'année)									
Entreprises industrielles & commerciales ⁽³⁾	0,44	0,48	0,56	0,66	0,80	0,96	1,13	1,28	1,40
Institutions financières	0,24	0,27	0,33	0,38	0,43	0,50	0,57	0,66	0,75
Fonds de licenciement ⁽⁴⁾	0,25	0,28	0,32	0,39	0,47	0,56	0,62	0,69	0,76
Total	0,93	1,03	1,21	1,42	1,69	2,03	2,32	2,63	2,92
(dont): sous forme d'inscription au bilan	0,79	0,87	1,03	1,20	1,43	1,71	1,96	2,24	2,47
Fonds autonomes ⁽⁵⁾	0,12	0,16	0,18	0,22	0,26	0,32	0,36	0,39	0,45
Accroissement net des réserves									
sous forme d'inscription au bilan		0,08	0,16	0,17	0,23	0,28	0,25	0,28	0,23
Fonds autonomes		0,04	0,02	0,04	0,04	0,06	0,04	0,03	0,06

⁽¹⁾ Comptes consolidés des trois grands fonds publics (réserves en 1966): INPS (Lit. 1215 milliards), INAIL (Lit. 553 milliards) et IPAMT (Lit. 975 milliards).

⁽²⁾ Placements à long terme.

⁽³⁾ 350 grandes sociétés, E.N.E.L., et entreprises municipales.

⁽⁴⁾ De 237 sociétés manufacturières.

⁽⁵⁾ Estimés être deux fois les fonds autonomes du secteur financier.

Sources: A. Confalonieri, *I Fondi di Quiescenza*, 1966; F. Cesarini, *I Fondi di Previdenza nel Settore Bancario*, 1965; Banca d'Italia, ISTAT, Mediobanca.

TABLE B - 5

Estimations (1) de tous les fonds de pension privés en Italie
(en milliards de lires, sauf indication contraire)

	Fonds d'entreprise autonomes			Fonds sous forme d'inscriptions au bilan (y compris les fonds de licenciement)			Total/Moyenne	
	1960	1963	1965	1960	1963	1965	1960	1965
Salariés affiliés (milliers)	125	155	165	1 325	1 600	1 715	1 450	1 880
Pensionnés (milliers)	18	28	38	112	132	182	130	220
Taux d'affiliation (%)	1,5	2	2	17	19	21,5	18,5	23,5
Taux des retraités (%)	2,5	4	5	17	18	23,5	19,5	28,5
Cotisations	20	50	60	180	316	328	200	388
Revenus des fonds placés	8	20	15	..	..	..	8	15
Prestations	7	17	30	20	37	70	27	100
Accroissement net (*)	24	60	36	157	276	268	181	304
Réserves des fonds (fin d'année)	185	320	390	928	1 707	2 237	1 113	2 627
Réserves: prestations	26 : 1	19 : 1	13 : 1	46 : 1	46 : 1	32 : 1	41 : 1	26 : 1
Réserves par affilié (Lit. millions)	1,48	2,07	2,36	0,70	1,07	1,31	0,77	1,40
Prestation moyenne (Lit. millions)	0,40	0,65	0,77	0,18	0,28	0,38	0,21	0,45
Rapport RPA/PM (*)	3,7	3,2	3,1	3,9	3,8	3,45	3,7	3,1
Cotisation moyenne (Lit. millions)	0,16	0,32	0,36	0,14	0,20	0,19	0,14	0,21
Prestation moyenne	54	61	60	24	26	29,5	28	35
Cotisation moyenne								
	} (en % du salaire moyen non agricole)							
	21,5	30	28	19	19	15	19	16,5

(1) Par EUROFINANCE: basés sur un grand nombre de sources, y compris des oeuvres publiées (voir tableau B-1, CEE: Régimes Complémentaires, Annuaire Statistique), coupures de presse et opinions professionnelles.

(2) Y compris l'amortissement et variations des valeurs de portefeuille.

(3) Réserves par Affilié/Prestation Moyenne.

TABLE B - 6
Fonds de pension privés, non assurés, en Hollande

	Bedrijfspensioenfondsen Fonds professionnels (1)			Ondernemingspensioenfondsen Fonds d'entreprise (2)			Total/Average Moyenne/Total					
	1960 (*)	1963	1964	1965	1960 (*)	1963	1964	1965	1960 (*)	1963	1964	1965
Salariés affiliés (millions)	0,93	1,07	1,15	1,21	0,50	0,50	0,50	0,51	1,43	1,57	1,65	1,72
Pensionnés (2) (millions)	0,15	0,19	0,20	0,22	0,07	0,08	0,10	0,09	0,22	0,27	0,29	0,32
Taux d'affiliation EPN	35	37,8	39,5	39,4	18,9	17,5	17,3	16,6	54	55,3	56,9	56,1
Taux de retraite EPN retraités (3)	49	56	62	66	24	25	26	27	75	81	88	94
Cotisations - d'employeurs (Fls millions)	..	220	245	256	..	279	362	412	..	499	607	668
- totales (net, Fls millions)	260	351	422	477	295	350	436	490	550	701	858	967
Revenus des fonds placés (5) (net, Fls millions)	90	140	94	73	210	290	307	256	300	430	400	330
Prestations - des retraités assurés (net, Fls millions)	50	68	77	86	75	99	112	124	125	167	189	210
- totales (net, Fls millions)	65	91	108	123	105	139	169	178	170	230	277	301
Investissements (net (4) Fls millions)	285	400	488	527	400	500	574	568	680	900	982	1 095
Accroissement net (Fls milliards)	0,30	0,44	0,52	0,56	0,40	0,49	0,58	0,61	0,70	0,94	1,09	1,17
Actifs totaux (Fls milliards, en fin d'année)	2,98	4,11	4,63	5,19	4,30	5,64	6,22	6,83	7,28	9,75	10,85	12,02
Réserves : prestations	46 : 1	45 : 1	43 : 1	42 : 1	41 : 1	41 : 1	37 : 1	38 : 1	43 : 1	42 : 1	39 : 1	40 : 1
Réserves par affilié (Fls '000)	3,20	3,84	4,03	4,29	8,65	11,4	12,3	13,3	5,09	6,21	6,58	6,99
Prestation moyenne (Fls '000)	0,44	0,49	0,53	0,55	1,44	1,65	1,92	1,89	0,76	0,85	0,95	0,94
Rapport RPA/PM	7,3	7,8	7,6	7,8	6,0	6,9	6,4	7,0	6,7	7,3	6,9	7,4
Cotisation moyenne (Fls '000)	0,28	0,33	0,37	0,39	0,59	0,71	0,87	0,96	0,39	0,45	0,52	0,56
Prestation moyenne (en % du salaire moyen non agricole)	7,8	7,1	6,5	6,5	25	23,5	23,7	22,3	13,4	12,1	11,7	11,1
Cotisation moyenne	5,1	4,7	4,6	4,6	10,4	10,1	10,8	11,3	6,8	6,4	6,4	6,6

Sources: Centraal Bureau voor de Statistiek, Verzekeringskamer, Ministère d'Affaires Sociales et de Santé Publique.

(*) Estimations partielles.

(1) Fonds établis pour des industries ou branches entières, dont le nombre était 74 en 1963, 82 en 1965.

(2) Fonds de pension (1596 en 1965) et fonds d'épargne (40 en 1965), gérés par des entreprises individuelles.

(3) Y compris des survivants et des invalides; le nombre des retraités en 1963 était d'environ 180,000 (dont 135,000 affiliés des caisses professionnelles); avec une prestation moyenne de Fls 505 par an.

(4) Variation dans les réserves investies (voir tableau B-7).

(5) Déduction faite pour les frais de gestion, soit investissements nets plus prestations, moins cotisations (arrondi).

(6) Les taux de retraite réels se situent aux environs des taux indiqués (EPN = emploi privé non agricole).

TABLE B - 7

Fonds de pension néerlandais: Direction des investissements en 1965

	Réserves investies de fonds privés fin d'année, Fls milliards)				% du total	Réserves investies des fonds publics	
	Fonds professionnels	Fonds d'entreprise	Fonds d'épargne	Total		(Florins milliards)	(%)
Immobilier	0,62	0,70	—	1,32	11,6	0,16	1,6
Hypothèques	0,62	0,60	—	1,22	10,8	0,04	1,6
Valeurs mobilières	1,03	2,60	0,02	3,65	32,3	1,72	17,0
Prêts à long terme	2,45	2,22	—	4,67	41,3	8,01	79,5
Divers	0,12	0,32	—	0,45	4,0	0,15	1,5
Total	4,84	6,44	0,04	11,32	100	10,08	100
	(Investissements net)				Taux d'intérêt par fonds d'entreprise (%)		
Immobilier	0,091	0,092	—	0,183	6,4		
Hypothèques	0,091	0,065	0,002	0,158	5,1		
Valeurs mobilières	0,016	0,144	—	0,160	4,6		
Prêts à long terme	0,332	0,243	—	0,575	4,7		
Divers	-,003	0,023	-,001	0,019	4,8		
Total	0,527	0,567	—	1,094	4,8		

TABLE B - 8

Tendances récentes des fonds publics néerlandais (*)

	1963	1964	1965	1966
Salariés affiliés (milliers)	465	496	490	507
Pensionnés (milliers)	148	154	162	167
Cotisations (Fls milliers)	1,24	1,39	1,72	2,07
Prestations (Fls milliers)	0,62	0,70	0,84	0,93
Réserves (Fls milliards fin d'année)	6,63	7,55	8,66	10,08
Réserves par affilié (Fls '000)	14,3	15,9	17,7	19,7
Prestation moyenne (Fls '000)	4,2	4,5	5,2	5,5
Rapport RPA/PM	3,4	3,5	3,4	3,6

(*) Estimations partielles d'après les rapports annuels du Pensions Board.

TABLE B-9

Fonds de pension privés aux Etats-Unis (1)

	1950	1955	1960	1963	1964	1965	1966
Salariés affiliés (millions)	9,8	15,4	21,2	23,8	24,6	25,6	27,0
Pensionnés (millions)	0,5	1,0	1,8	2,3	2,5	2,7	3,0
Taux d'affiliation (en % d'emploi privé non agricole)	25	35	46,5	49,5	50	50,5	51
Taux des retraités (en % de EPN retraités)	17,5	25	34,5	40,5	43	45	47
Cotisations (\$ milliards)	2,1	3,8	5,5	6,2	6,9	7,4	8,1
Revenu net des fonds placés (\$ milliards)	0,3	0,7	1,7	2,7	3,1	3,9	3,9
Prestations (\$ milliards)	0,4	0,8	1,8	2,5	2,8	3,1	3,5
Accroissement net (\$ milliards)	1,9	3,7	5,4	6,4	7,3	8,2	8,5
Réserves des fonds (\$ milliards, fin d'année)	12,0	27,4	52,0	69,9	77,2	85,4	93,9
Réserves : prestations	30 : 1	34 : 1	29 : 1	28 : 1	28 : 1	28 : 1	27 : 1
Réserves par affilié (\$ 000)	1,22	1,78	2,45	2,93	3,14	3,33	3,48
Prestation moyenne (\$ 000)	0,80	0,80	1,00	1,08	1,12	1,15	1,18
Rapport RPA/PM	1,5	2,2	2,4	2,7	2,8	2,9	3,0
Cotisation moyenne (\$ 000)	0,21	0,25	0,26	0,26	0,28	0,29	0,30
Prestation moyenne	23	18	19	19	19	18,5	18,5
Cotisation moyenne	6	5,5	5	4,5	4,5	4,5	4,5
} (en % du salaire moyen non agricole)							
<i>Non Assurés</i>							
Salariés affiliés (millions)	7,2	11,6	16,3	18,4	18,6	19,2	20,3
Taux d'affiliation (%)	18,5	26,5	35,5	38,5	38	38	38
Réserves (\$ milliards)	6,5	16,1	33,1	46,5	51,9	57,2	63,0
Réserves par affilié (\$ 000)	0,90	1,39	2,03	2,53	2,79	2,98	3,10

(1) Fonds assurés et non assurés, y compris plans de répartition différés des bénéfices.

Sources: « Private Pension Funds: Projected Growth » D. M. Holland; Statistical Abstract of the United States; National Industrial Conference Board.

TABLE B - 10

Fonds de pension au Royaume-Uni: estimations

	1955	1960	1963	1965	1966
<i>Fonds privés, non assurés</i>					
Salariés affiliés (millions)	1,9	2,6	3,0	3,6	3,9
Pensionnés (millions)	0,16	0,28	0,43	0,60	0,65
Taux d'affiliation (% EPN)	10,5	14	15,5	18	19
Cotisations (£ milliards)	0,12	0,19	0,23	0,33	0,38
Revenus des fonds placés (£ milliards)	0,05	0,08	0,14	0,16	0,18
Prestations (£ milliards)	0,03	0,06	0,10	0,15	0,18
Accroissement net (£ milliards)	0,13	0,20	0,25	0,31	0,34
Réserves (£ milliards)	1,28	2,10	2,88	3,29	3,36
Réserves : prestations	42 : 1	34 : 1	29 : 1	22 : 1	19 : 1
Réserves par affilié (£ '000)	0,67	0,81	0,96	0,88	0,86
Prestation moyenne (£ '000)	0,20	0,21	0,23	0,25	0,28
Rapport RPA/PM	3,4	3,8	4,1	3,5	3,1
Cotisation moyenne (£)	63	72	77	92	98
Prestation moyenne } (en % du salaire moyen non	38,5	31	29,5	29	30,5
Cotisation moyenne } agricole)	12	10,5	10	10,5	10,5
<i>Fonds privés, assurés et non assurés</i>					
Salariés affiliés (millions)	4,0	6,0	7,2	8,4	8,9
Taux d'affiliation (%)	22	32	37	41,5	43,5
Pensionnés (millions)	0,20	0,44	0,55	0,62	0,65
Réserves (£ milliards)	1,95	3,40	4,88	5,73	6,0
Réserves par affilié (£ '000)	0,49	0,56	0,68	0,68	0,67
Prestation moyenne (£ '000)	0,20	0,22	0,23	0,23	0,24
Rapport RPA/PM	2,5	2,6	3,0	2,9	2,9
<i>Fonds publics</i>					
Salariés affiliés (millions)	3,5	3,7	3,9	4,0	4,1
Réserves (£ milliards)	0,80	1,27	1,65	1,95	2,11
Réserves par affilié (£)	230	345	420	490	515

Sources: Benchmark data for 1955 and 1963 from « Occupational Pension Schemes » Survey by Government Actuary; reserve and investment data from « Financial Statistics », « National Income and Expenditure »; Central Statistical Office.

TABLE B - 11

Hypothèses sur les déterminants principaux du rapport RPA/PM

(régimes complémentaires privés non assurés)

	1960/65	1965/70	1970/75	1975/80
<i>Accroissement des prestations moyennes - Growth of average benefits (% p.a.)</i>				
Deutschland - autonomes	6,6	4,5	4,9	5,1
- ensemble des régimes privés	5,9	6,4	4,9	5,1
Italia - autonomes	14,1	6,5	6,5	6,5
- ensemble des régimes privés	16,4	8	4,9	6,7
Nederland	4,7	5,3	7,8	10,7
Belgique	9,1	7,9	7,4	7,2
U.S. (assurés et non assurés)	2,8	4,3	4,5	4
U.K. (non assurés)	0,9	5,7	5,6	5,5
<i>Rapport pensionnés: salariés affiliés/Retired ad % of contributing members (fin de période)</i>				
Deutschland - autonomes	15	18,5	21,5	24,5
- ensemble des régimes privés	15	20	22	24
Italia - autonomes	24	30	29	27
- ensemble des régimes privés	12	13	14	15
Nederland	19	20	21	23
Belgique	15	15	17	19
U.S. (assurés et non assurés)	10,5	12	15,5	18
U.K. (non assurés)	16,5	22,5	24	25,5
<i>Taux d'intérêt (pendant la période, %) / Interest rates (during period, %)</i>				
Deutschland	6,6	6,5	5,5	5
Italia	5,3	5,5	5,5	5
Nederland	4,3	5,8	5,5	5
Belgique	4,1	4,3	5	5
U.S.	4,2	5	5	5
U.K.	6,2	6,7	6	5

ÉTUDES

parues à ce jour dans la série « économie et finances » ⁽¹⁾ :

8075* n° 1

Le prix de vente de l'énergie électrique dans les pays de la CEE

1962, 108 p. (f, d, i, n), FF 17,50; FB 180,—

8125* n° 2

Les recettes et les dépenses des administrations publiques dans les pays membres de la CEE

1964, 304 p. (f, d, i, n), FF 22,50; FB 225,—

8133* n° 3

Problèmes et perspectives du gaz naturel dans la CEE

1965, 74 p. (f, d, i, n), FF 8,50; FB 85,—

8157* n° 4

L'influence économique du prix de l'énergie

1966, 145 p. (f, d, i, n), FF 12; FB 120,—

8179* n° 5

Étude pour la création d'un pôle industriel de développement en Italie méridionale (Vol. I et II)

1966, Vol. I : 248 p.; Vol. II : 690 p. (f, d, i, n, e), FF 79,—; FB 800,—

8219* n° 6

La productivité du capital de 21 branches industrielles dans la République fédérale d'Allemagne de 1950 à 1975

1968, 132 p. (f,d), FF 25,—; FB 250,—

SERVICES DES PUBLICATIONS DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

⁽¹⁾ Les signes abrégatifs, f, d, i, n et e indiquent les langues dans lesquelles les textes ont été publiés (français, allemand, italien, néerlandais et anglais).

BUREAUX DE VENTE

FRANCE

*Service de vente en France des publications
des Communautés européennes*
26, rue Desaix
75 Paris-15^e
CCP 23-96

BELGIQUE

Moniteur belge – Belgisch Staatsblad
40, rue de Louvain – Leuvenseweg 40
Bruxelles 1 – Brussel 1
CCP 50-80

Sous-dépôt :
Librairie européenne – Europese Boekhandel
244, rue de la Loi – Wetstraat 244
Bruxelles 4 – Brussel 4

GRAND-DUCHE DE LUXEMBOURG

*Office central de vente des publications
des Communautés européennes*
37, rue Glesener
Luxembourg
CCP 191-90

ALLEMAGNE (RF)

Verlag Bundesanzeiger
5000 Köln 1 – Postfach
(Fernschreiber : Anzeiger Bonn 08 882 595)
Postscheckkonto 834 00 Köln

ITALIE

Libreria dello Stato
Piazza G. Verdi 10
00198 Roma
CCP 1/2640

Agenzie :
00187 Roma – Via del Tritone 61/A e 61/B
00187 Roma – Via XX Settembre (Palazzo
Ministero delle Finanze)
20121 Milano – Galleria Vittorio Emanuele 3
80121 Napoli – Via Chiaia 5
50129 Firenze – Via Cavour 46/r

PAYS-BAS

Staatsdrukkerij- en uitgeverijbedrijf
Christoffel Plantijnstraat
Den Haag
Giro 425300

GRANDE-BRETAGNE ET COMMONWEALTH

H.M. Stationery Office
P.O. Box 569
London S.E. 1

ETATS-UNIS D'AMERIQUE

European Community Information Service
808 Farragut Building
900-17th Street, N.W.
Washington, D.C., 20006

IRLANDE

Stationery Office
Beggars Bush
Dublin 4

SUISSE

Librairie Payot
6, rue Grenus
1211 Genève
CCP 12-236 Genève

SUEDE

Librairie C. E. Fritze
2, Fredsgatan
Stockholm 16
Post Giro 193, Bank Giro 73/4015

ESPAGNE

Libreria Mundi-Prensa
Castello, 37
Madrid 1
Bancos de Bilbao, Hispano Americano
Central y Español de Crédito

AUTRES PAYS

*Office central de vente des publications
des Communautés européennes*
37, rue Glesener
Luxembourg
CCP 191-90

SERVICES DES PUBLICATIONS DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

8249*/1/1/1969/5

FF 12,-	FB 120,-	DM 9,60	Lit. 1 500	Fl. 8,75	£0.20.0	\$2.40
---------	----------	---------	------------	----------	---------	--------
