

Mais où vont donc nos fonds de pension ?

Par Jean-Léon Meunier, HEPTA CONSULT

Au moment d'écrire ces quelques lignes et en me posant cette question, je lui trouve de suite un double sens. Mais où vont donc nos fonds de pension, c'est-à-dire ceux que nous nous sommes préparés à accueillir à Luxembourg depuis quelques années et qui nous étaient donc destinés? Ou bien, nos quelques fonds de pension logés dans l'environnement spécifique qui leur a été créé, où nous conduisent-ils exactement en termes d'activité et de rentabilité compte-tenu de ce que nous en connaissons actuellement?

Il ne faudrait pas conclure trop rapidement à un constat globalement négatif, mais il ne faudrait pas non plus s'entêter naïvement à croire qu'un jour ou l'autre, les volumes d'activités drainés par les fonds de pension gonfleront rapidement les plateaux essuyés par les pionniers en la matière, ainsi que les conséquences financières qui en découlent pour ceux qui auront misé un peu trop et un peu trop tôt sur ce créneau. En tentant de répondre à la première question, je voudrais simplement mettre en évidence la très forte dépendance du développement des fonds de pension internationaux vis-à-vis de facteurs qui échappent totalement à la volonté de ceux qui entendent y jouer un rôle prépondérant.

Quant à la seconde question, il s'agit tout simplement d'évaluer le problème économique sous-jacent dont l'illustreront les fondements par quelques estimations chiffrées. Ceci étant, sans rien enlever du mérite de la place financière du Luxembourg et du législateur d'avoir anticipé les moyens de construire un savoir-faire dans un environnement en devenir, anticipation qui un jour ou l'autre finira par être payante, je dirai quelques mots de l'approche que nous avons développée autour des activités d'HEPTA CONSULT afin de nous positionner comme un prestataire de services professionnel dans le domaine des fonds de pension, en évitant surtout d'installer "des canons pour tuer des mouches".

La réalité européenne, une réalité plus politique que statistique

Depuis le temps qu'on en parlait, nous avions bien mérité d'une part une ébauche de Directive Européenne sur les fonds de pension, ou à tout le moins, une définition qui permette d'abord d'en parler, et d'autre part, une manifestation forte de la Cour Européenne de Justice qui mette au pas les pays qui poseraient des entraves à la Libre Prestation de Services dans le domaine. Aujourd'hui, c'est enfin chose faite. En 1997 déjà, lors d'une conférence sur l'avenir de la Place financière de Luxembourg, un moment particulier avait été consacré aux futurs fonds de pension européens et une sorte d'engouement s'était manifesté, basé sur des chiffres impressionnants relatifs à l'avenir des pensions en général.

Pour ma part, mon expérience m'ayant appris les difficultés de mettre en place des plans de pension internationaux tant ces questions sont liées non seulement aux matières fiscale, financières et sociales, mais également au droit du travail, à la mobilité internationale et à la structure même de l'emploi, je gardais une opinion certes positive sur le bien-fondé des réflexions que j'entendais, mais toute relative quant au délai de temps dans lequel il était possible de passer des concepts à une activité de gestion importante. Au commentaire un peu trivial que j'avais formulé, disant "Si dans dix ans le cadre légal et opérationnel est en place, et si quelques fonds de pension internationaux et/ou européens existent bel et bien à Luxembourg et fonctionnent de manière satisfaisante et compétitive, la pompe sera amorcée et l'objectif atteint", un conférencier optimiste m'avait répondu que "Cela pourrait aller beaucoup plus vite que vous ne l'estimez!"

A ce jour, il y a quelques fonds de pension à Luxembourg, mais ils sont plutôt issus du marché collectif domestique que du marché international. D'ici 2007, il y aura sans doute quelques fonds de pension véritablement internationaux, qui auront été créés dans une optique déterministe plutôt qu'attentiste. Il y a des projets, rares, mais ils progressent. Le reste donc optimiste, mais avec un horizon réaliste, c'est-à-dire une vision à plus long terme. Alors que le Luxembourg s'était mis à la tâche et piaffait d'impatience à voir naître les règles européennes qui doivent fixer le cadre de fonctionnement des plans de pension paneuropéens, on peut se demander pourquoi les autres pays ne s'attaquaient avec ardeur à la problématique de l'avenir de nos pensions que tous avaient parfaitement identifiées comme étant un défi majeur pour les années à venir. Alors qu'en capitalisation, une promesse de pension donne lieu à la constitution progressive du montant nécessaire à la couvrir, montant appelé la "réserve" de la rente, les régimes de pension du premier pilier (les pensions légales) fonctionnent pratiquement tous en pure répartition, sans aucune constitution de réserves, ni individuellement, ni collectivement. L'évolution

démographique favorable combinée avec un taux d'emploi structurel plus faible que par le passé vont mettre en péril de tels systèmes. Partant du principe que tout sera mis en œuvre dans le futur pour permettre aux Européens de pouvoir compter sur les mêmes niveaux de pension qu'à l'heure actuelle, toutes les estimations se sont basées sur un glissement hypothétique d'une partie des pensions que le premier pilier ne pourra plus servir vers le second pilier (pensions complémentaires en régimes d'entreprise) ou vers le troisième pilier (pension complémentaire individuelle). Pour les financiers que nous sommes, l'étalon de mesure de l'activité de gestion de ces pensions est tout simplement le volume des réserves qu'elles génèrent et donc des actifs sous gestion.

C'était compter que les gouvernements européens donneraient tous les incitants fiscaux nécessaires pour générer ces transferts. C'était aussi sans compter que ces mêmes gouvernements auraient à faire face à une croissance plus faible que prévue, et que la priorité budgétaire ne serait pas à l'heure des nouveaux "paquets fiscaux" pour favoriser la constitution de telles pensions, mais bien à tenter de respecter les critères de limitation de la dette publique imposée par l'Union Européenne.

Dans les limites de ce qui lui était possible budgétairement, chaque Etat Membre y est donc allé de ses priorités. Par exemple en Belgique, on a d'abord pensé à constituer une réserve de longévité pour mieux "assurer" les promesses actuelles du premier pilier; en France, sont nés les PERP, PERCO et autres plans d'épargne populaires, du type troisième pilier, mais qui se négocient dans une enveloppe de déductibilité fiscale globale pour le second et le troisième pilier mis ensemble; en Allemagne il s'en est fallu de peu que tous les avantages résultant de la taxation des prestations d'assurance vie soient supprimés à la faveur des produits de pension uniquement, auquel cas nous aurions assisté à un transfert plutôt qu'à la création d'un nouveau paquet fiscal. Quant au Luxembourg, qui reste une exception en la matière, il a limité les cotisations du second pilier à 20% des rémunérations, mais a élargi la déductibilité des cotisations individuelles de manière à permettre à chacun de préserver globalement son niveau de pension comparativement au niveau de pensions légales atteint sur la partie plafonnée des salaires.

Ces quelques observations montrent que, même s'il y a un péril sur les systèmes de pension légale actuels, nous sommes face à des choix politiques qui tiennent compte de l'ensemble de la conjoncture et non du seul volet des pensions. A la fin des années cinquante, à cette époque où l'Europe commençait à générer des richesses nouvelles importantes, les actuaires qui prénaient l'utilisation de méthodes de capitalisation collective pour le financement des régimes légaux ont été baillonnés par les politiques: tout discours politique qui n'allait pas dans le sens d'une redistribution immédiate et intégrale des richesses entre actifs et retraités était voué à l'échec. Aujourd'hui, le scénario est différent mais les chiffres dont ils disposent, même s'ils sont probants, ne sont pas les seuls éléments à peser dans la balance pour forger les courants de décisions politiques.

Les critères de taille et les volumes d'actifs sous gestion

Comparativement aux activités actuelles de la place financière de Luxembourg fortement axée sur la gestion de patrimoine, les volumes d'actifs en gestion devraient amener les fonds de pension sont considérables, mais à un horizon très lointain. Alors que dans le secteur du private banking et de l'assurance vie en libre prestation de services les organismes de gestion collectent immédiatement des montants importants qui sont des transferts de patrimoine qui existe déjà quelque part, dans le secteur des fonds de pension, les réserves se constituent sur un très grand nombre d'années à concurrence de montants mensuels réguliers mais beaucoup plus modestes.

D'expérience, nous pouvons affirmer qu'il sera très difficile de délocaliser des fonds de pension existant actuellement ailleurs qu'au Luxembourg. Il faut donc bâtir l'activité sur la "nouvelle épargne" à constituer. Ceci implique deux critères déterminants qui, à mon sens, ont été largement sous-estimés dans l'évaluation de la capacité de la place à se développer rapidement sur le créneau des fonds de pension. Le premier est le délai dans lequel la taille critique doit être atteinte pour rentabiliser une activité de gestion dans ce domaine; cette taille critique est très sensible à la capacité de collecter rapidement des affaires.

Le second est simplement la capacité à organiser au niveau international une collecte récurrente d'un très grand nombre de petits montants et à les affecter correctement ainsi que les avoirs qu'ils génèrent; même s'il s'agit de plans d'entreprises, le nombre d'affiliés individuels est grand et le nombre de cas particuliers à traiter également, et lorsque, au niveau européen, il faudra gérer un fond de pension regroupant plusieurs entités juridiques différentes il faudra également maîtriser l'affectation par entité. Le premier propos, nous pouvons l'illustrer simplement de manière chiffrée. Tout d'abord en essayant d'évaluer le "poids financier" d'un cotisant actif. Pour se constituer un capital de 100.000 EUR dans

20 ans, à un taux de capitalisation net de 3% (on déduit l'inflation tant sur les cotisations que sur le rendement de l'actif constitué) il faut cotiser à hauteur de 310 EUR par mois. Le capital se constitue très lentement; par exemple, après 10 ans de cotisation, le capital constitué est de 42.645 EUR. Et à 65 ans un capital de 100.000 EUR équivaut à une pension mensuelle d'environ 500 EUR. Par ailleurs, une cotisation de 310 EUR par mois représente 8% d'un salaire de 3.875 EUR par mois. Une cotisation de 8% à un régime de pension, c'est un taux moyen que l'on rencontre souvent sous différentes variantes en fonction de tranches de salaire; c'est un taux représentatif de la réalité. Et un salaire mensuel de 3.875 EUR est une moyenne élevée pour l'ensemble du personnel d'une entreprise. Avec de telles hypothèses généreuses on peut donc apprécier les efforts nécessaires à la constitution de gros volumes d'actifs en gestion.

En ce qui concerne la rentabilité d'une structure de gestion dédiée aux fonds de pension, nous avons simulé différents scénarii de croissance d'activités en faisant évoluer le nombre total d'affiliés gérés et en supposant que l'affilié moyen correspondait aux paramètres présentés ci-dessus. Sous des hypothèses de coûts fixes incompréhensibles de 200.000 EUR la première année et de 400.000 EUR les années suivantes, l'essentiel des coûts étant variables et directement liés aux volumes en gestion, et selon des hypothèses de croissance conduisant à un nombre d'affiliés de l'ordre de 50.000 dans les dix ans, on peut montrer que le breakeven se situe environ à huit ans et que doubler le nombre d'affiliés chaque année ou le diviser par deux ne fait jamais que déplacer ce breakeven d'une année dans un sens comme dans l'autre. En d'autres termes, le breakeven est très lointain et peu sensible aux volumes générés en période de démarrage.

Le second propos touche à une question strictement opérationnelle. Le constat est simple: les domiciliaires bancaires ne passent pas encore les frontières. Organiser une collecte internationale requiert donc l'utilisation d'un fronteur dans chaque pays, et utiliser une banque du même groupe pour opérer sur plusieurs pays relève de l'utopie car ce sont, économiquement, des entités et des centres de profit distincts qui ne répondent absolument pas au besoin transfrontalier d'un service unique à un prix unique. La collecte de cotisations par prélèvement automatique est donc un métier à part entière auquel l'industrie des fonds communs de placement n'est que très peu familiarisée. Les assureurs sont par contre très expérimentés dans le

domaine, mais ils utiliseront ce savoir faire pour alimenter leurs portefeuilles de produits d'assurance pension plutôt que des fonds de pension. Faire ainsi de gros efforts sur le métier, pour collecter des volumes dans un avenir lointain est une équation économique qui vient déjà d'en décourager quelques uns...

Comment dès lors s'inscrire de façon viable dans le paysage des fonds de pension ?

La résolution de cette équation passe inévitablement par une réduction très forte des coûts fixes. Ceux-ci sont constitués pour la presque totalité par le coût des personnes très qualifiées et expérimentées indispensables pour démarrer l'activité tant sur le plan conceptuel qu'opérationnel, et par les coûts du logiciel de gestion. La solution la plus efficace est le partage des ressources: les ressources humaines, en s'appuyant sur des cabinets d'acteurs qui sont au cœur du métier mais qui disposent d'autres ressources que celles issues du secteur des pensions, qui peuvent donc louer leurs services en fonction des besoins et donc à un coût proportionnel au volume d'activité, et les ressources informatiques en louant un logiciel de gestion et le savoir-faire informatique qui l'accompagne.

C'est l'approche retenue par HEPTA CONSULT qui, après avoir développé des activités de conseils et de mise en gestion de produits pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension au Luxembourg, a mis en place un petit réseau de partenaires actifs dans les mêmes domaines sur les pays voisins afin d'élargir son champ d'action à une zone géographiquement importante en termes de population, et crée aujourd'hui HEPTA GESTION, une structure dédiée à la gestion pour compte de tiers en partenariat avec une société d'informatique à qui elle loue le logiciel de gestion d'assurance vie et de pension. Son objectif est tant d'effectuer directement de la gestion pour compte de tiers que de mettre ses outils de gestion à disposition des opérateurs de la place sous forme louée, créant ainsi un double partage de l'outil, l'un en amont et l'autre en aval de ses propres activités. C'est notre approche, économiquement viable pour pouvoir attendre patiemment l'arrivée des fonds de pension à Luxembourg.

Jean-Léon Meunier, actuaire
HEPTA CONSULT