

Investissement des fonds de pension : il est temps d'enclencher la réinitialisation.

Discours prononcé lors du Symposium des investisseurs fidéicommiss – Santa Monica 2012
Sharan Burrow – Secrétaire générale de la CSI

L'économie mondiale est maintenue en vie artificiellement. Ce à quoi l'on peut s'attendre au mieux pour les cinq à 10 prochaines années est de la faire quitter l'unité des soins intensifs, mais elle n'en sera pas tirée de danger pour autant. Une croissance lente, des taux d'intérêt bas, des niveaux de chômage gravement élevés, une activité marginalisée en raison du secteur informel croissant, la souveraineté comme stratégie de défense et la volatilité de la démocratie : ce sont là des réalités qui ne sont pas propices à une gestion du capital des travailleurs qui assure la stabilité des fonds de retraite dans l'actuel cadre dominant du marché.

Que l'on accepte l'analyse de la « théorie moderne du portefeuille » ou que l'on examine le passif non capitalisé des régimes à prestations définies ou bien les rendements inadéquats des régimes à cotisations définies par rapport aux retraites de référence, la réalité est que nous avons besoin d'un avenir différent pour le capital des travailleurs, ce qui nous oblige à appuyer sur le bouton de réinitialisation.

Hier, j'ai expliqué à quel point il est nécessaire de prendre les rênes de cette évolution. L'on ne doit pas sous-estimer l'importance des fonds de pension et par conséquent, si la volonté est présente, l'on dispose de la capacité de diriger l'activité d'investissement plutôt que de la suivre, et de poser des impératifs aux gouvernements et aux marchés.

Croissance des fonds de pension : Sous la gestion des fidéicommiss, les actifs détenus par les fonds de pension ont cessé de représenter une partie insignifiante de l'économie pour devenir d'immenses réserves de capitaux. Les actifs totaux des fonds de pension dépassent aujourd'hui le PIB national aux Pays-Bas, en Suisse et en Islande. Dans l'ensemble des pays membres de l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE), le ratio moyen actifs des fonds de pension-PIB était de 67 % en 2009. Au Royaume-Uni, il était de 81 % et en Australie, de 82 % (OCDE 2010). Les investisseurs institutionnels détiennent collectivement 73 % des actions émises par les entreprises figurant au classement Fortune 1000. À eux seuls, les fonds de pension détiennent la part la plus grande, à savoir environ 30 %.

J'ajouterai également à cette énumération l'évolution en Chine qui a un potentiel extraordinaire de croissance rapide de ses fonds de placement, dont le rythme et la portée proviennent de la structure à trois niveaux des contributions à la protection sociale.

Les fonds de pension doivent adopter des stratégies de « **capital patient** » et s'écarter des comportements axés sur le court terme, caractérisés par les rendements élevés des actifs, les placements dans des fonds spéculatifs et l'acceptation de produits à fort effet de levier financier qui entraînent un cercle vicieux de risque et de couverture de risque.

Si Wall Street, la City, les médias grand public et bon nombre des systèmes de gouvernance en cours dans l'ensemble de la société continuent d'agir sur la base des hypothèses de l'économie de marché du

XXe siècle, que faudra-t-il faire pour mettre en œuvre des changements fondamentaux à la fois dans les investissements durables et dans les résultats du capital des travailleurs et des travailleuses ?

Permettez-moi d'aborder cette question à travers le prisme du risque et en particulier du risque posé au climat. Les ramifications à long terme du changement climatique, des inégalités de revenus, de la pollution et de la distribution inefficace du capital, même si elles semblent lointaines lorsqu'on les regarde avec une perspective où le court terme prédomine, sont réelles, effarantes, et elles sont source de préoccupations fiduciaires. Il a été affirmé que le fait de s'appuyer aveuglément sur des hypothèses dépassées et de résister aux changements a transformé l'application des pratiques prudentielles fiduciaires raisonnables du XXe siècle en une norme dite du « mouton de Panurge » au XXIe siècle. Même si vous n'êtes pas d'accord avec cette affirmation, il est irréfutable que les comportements des investisseurs qui s'imitent les uns les autres contribuent à créer une volatilité supplémentaire sur les marchés, ce qui aggrave les bulles et leurs explosions et génère des risques systémiques.

En tant que partenaire important de l'architecture des fonds de pension, le mouvement syndical doit affronter des questions d'envergure, des questions difficiles qui devraient entraîner un changement radical dans l'approche adoptée si l'on trouve les bonnes réponses. Il est certain que les syndicats doivent examiner que peut être leur rôle, en tant que détenteurs de capital ou que fidéicommissaires, dans la création de crises qui auraient pu être prévenues et dans la destruction d'un capital dont nous sommes pourtant collectivement responsables.

À quel moment avons-nous permis que nos fonds deviennent captifs du cadre dominant du marché, sans poser de questions ?

Avons-nous perdu de vue la logique originale qui avait poussé les syndicats à négocier un salaire différé pour obtenir un revenu lors de la retraite et/ou à prôner des garanties législatives ou réglementaires assurant des revenus dignes pour la retraite ?

Qu'est-ce qu'un revenu digne pour la retraite en pourcentage du salaire, et comment assurer cette base pour tous avec un mélange de salaires différés (contributions des employeurs et des travailleurs), de pensions d'État et d'annuités ou autres apports ? En Australie par exemple, nous avons entrepris à la fois de garantir des revenus à la retraite qui répondent au minimum à l'ambition de 65 % du salaire à 65 ans, et à soulager les fonds publics d'une partie ou de la totalité du fardeau (en fonction de la base salariale) compte tenu des réalités démographiques.

Quel est le chiffre actuariel de rendement des investissements qui garantirait au mieux sur le long terme (capital patient) une retraite de référence convenue ?

Pouvons-nous générer un cadre alternatif de rendements garantis pour au moins certaines parts du portefeuille des placements sans céder complètement aux leurres du marché spéculatif, avec les coûts des opérations de couverture et l'aggravation d'un modèle économique qui a échoué ? Pouvons-nous et devons-nous désagréger le capital de la clientèle jeune pour une évolution intergénérationnelle de la culture d'investissement ? Devons-nous sectionner le groupe le plus vulnérable des retraités émergents et traiter la menace comme les banques l'ont fait avec leur exigence de recapitalisation ? Je sais que ce serait artificiel en termes d'investissement en pourcentage de portefeuille, mais c'est parlant pour les travailleurs en tant que stratégie de communication et d'argument logique à avancer en faveur d'une plus grande attention au « capital patient ».

Que faudrait-il pour obtenir des rendements de 6 % sur les investissements en infrastructure sur cinq ou dix ans, si l'on redéfinit le rôle de l'État et du secteur privé ? Peut-on envisager une garantie de gouvernements ou d'institutions multilatérales pour des rendements à pourcentage modéré qui pousseraient la diversification vers les économies en développement et émergentes ?

Ces questions sont à l'avant-garde radicale de la discussion, mais permettez-moi d'examiner les choses à travers le prisme des projets d'investissement dans l'économie verte, à faible émission de carbone et résistants aux aléas climatiques, dans le transport, le logement, les infrastructures énergétiques, entre autres, c'est-à-dire des projets sur le long terme qui s'inscrivent bien dans le **profil d'engagement des fonds de pension** qui s'étend sur 20-30 ans.

C'est là un objectif envers lequel les syndicats sont de plus en plus engagés, et l'on assiste déjà à certains changements en ce sens. **Les chefs de file actuels des pensions** investies dans l'économie verte trouvent leur origine de manière croissante dans les conventions collectives et/ou ont des fidéicommiss syndicaux pour leurs fonds de pensions : ATP au Danemark, CalPERS et CalSTRS aux États-Unis, ABP et PGGM aux Pays-Bas, les AP en Suède et plusieurs fonds industriels en Australie, pour ne mentionner que ceux-là.

La récente décision prise par le Fonds de pension des employés du gouvernement sud-africain d'investir un milliard de rand dans des obligations vertes en est un bon exemple.

Mais comment aller plus loin et **changer d'échelle** ? Nos propres calculs suggèrent que les fonds de pension pourraient augmenter la part d'actifs verts ou à faible émission de carbone de leur portefeuille du consternant niveau actuel de 2-3 % pour arriver à **5 % dans les trois prochaines années, ce qui permettrait de dégager quelque 300 milliards USD par an** au cours des années suivantes. C'est cette référence qui, à notre avis, serait proche du point charnière de maturité du marché.

Pour atteindre ce niveau, les barrières ne se trouvent pas du côté de la demande, mais du côté de **l'offre**, ainsi que dans **l'absence de produits financiers verts facilement disponibles** qui allient performance et sécurité.

Permettez-moi de suggérer une certaine **distribution des rôles** pour que cela puisse avoir lieu.

Les gestionnaires d'actifs ont la responsabilité de développer des produits transparents susceptibles d'allier la performance et la sécurité tout en assurant la transparence et la traçabilité des investissements dans des projets à faible émission de carbone. Ils doivent être redevables devant les détenteurs des actifs quant à la performance financière et ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) des produits qu'ils fournissent.

L'on ne peut que déplorer que la transparence ne soit pas encore de mise pour les investissements existants dans les actifs à hautes émissions de carbone. Une complexité excessive des produits, qui les rend opaques pour les fidéicommiss, ne peut certes pas vous être utile lorsque vous siégez au conseil d'un fonds de pension.

Le marché actuel des **obligations vertes** (16 milliards USD, émissions annuelles d'entre un et deux milliards USD) n'est qu'une « goutte d'eau dans l'océan » des marchés obligataires mondiaux. L'on peut faire beaucoup pour développer les émissions obligataires vertes, à long terme, comme type d'actif attractif pour les fonds de pension.

Les « actifs alternatifs », tels que les **fonds d'infrastructure** à énergie propre et autres fonds de placement privés verts, ainsi que les **produits dérivés de type assurance** (échangés de manière transparente), peuvent également aider les fonds de pension à diversifier leur portefeuille et à gérer et atténuer les risques spécifiques aux projets à faible émission de carbone et résistants aux aléas du climat, si (et ce si n'est pas des moindres) ils sont dûment **réglementés et supervisés** par les autorités.

Les responsables des politiques et de la réglementation doivent assurer un environnement politique stable qui encadre la fixation des prix du carbone, les subventions aux combustibles fossiles et d'autres réformes visant la **stabilité financière** en vue d'éviter les conséquences imprévues qui risqueraient par mégarde de décourager les fonds de pension d'investir dans des projets verts.

Mais outre à cela, il faudra des **garanties gouvernementales** (ou bien d'institutions multilatérales) sur les produits verts, puisque les assureurs privés, surtout depuis la crise de 2008, ne peuvent plus générer la confiance ou l'envergure pour remplir ce rôle. Mais en dépit du transfert massif de deniers publics pour le sauvetage des banques, ou peut-être justement à cause de celui-ci, **des garanties du secteur public pour les projets privés sont une question délicate**. Il faut concevoir un modèle pour la confiance avec le juste équilibre, le juste partage des risques et des récompenses entre la finance publique et la finance privée, comme nous l'indique l'expérience des partenariats public-privé mal conçus. Il s'agit là, toutefois, d'un travail crucial, essentiel à la construction et à la reconstruction des économies.

Enfin, nous avons besoin de plus d'**éducation** et de dialogue pour engendrer des initiatives réunissant les investisseurs institutionnels, la société civile et les gouvernements.

Nous avons posé un défi quant à l'investissement en faveur de l'économie verte, et hormis l'impératif d'une transition des investissements vers des infrastructures à faible émission de carbone, nous savons aussi que cet objectif va engendrer des emplois, de bons emplois. En parallèle aux exigences d'une augmentation de 50 % de l'alimentation, de 45 % de l'énergie et de 30 % supplémentaires pour l'alimentation d'ici 2050, exigences qui devraient toutes être remplies dans le cadre de l'économie verte, un résultat lui aussi en hausse sera celui des emplois, des emplois et encore des emplois.

Cependant, il s'agit là de changements significatifs dans les attitudes et les approches, raison pour laquelle la responsabilité fiduciaire compte pour beaucoup parmi les défis.

Bon nombre de professionnels du secteur croient à tort que le devoir de loyauté, qui inclut le test de la finalité unique, exige que les fidéicommissaires portent au maximum les rendements à court terme sans prendre en considération les conséquences sur le long terme et les risques systémiques engendrés par leur comportement. Rien ne saurait être plus éloigné de la vérité.

En fait, la gouvernance fiduciaire a l'obligation juridique d'adopter une approche équilibrée en vue de contrebalancer de manière impartiale les intérêts différents, sur le long terme ou sur le court terme, des participants aux fonds en tant que personnes. La Cour suprême des États-Unis, par exemple, a soutenu spécifiquement que le devoir de loyauté des fidéicommissaires porte non pas uniquement sur le plan dont il a la charge, mais s'étend aux bénéficiaires du plan, en tant qu'individus.

En vertu du devoir de loyauté, les fidéicommissaires ne peuvent pas fermer les yeux devant les risques matériels et les opportunités qui ont trait à l'obtention de prestations de retraite durables pour les personnes qui sont les bénéficiaires du fonds, en particulier si les propres pratiques de gestion du

fidéicommiss amplifient ces risques. Les risques pesant sur les intérêts des bénéficiaires d'une retraite durable doivent être reconnus et, dans la mesure du raisonnable, ils doivent être gérés d'une manière conforme aux intérêts des retraités à la fois actuels et futurs. Quiconque participe à la prise de décisions sur l'investissement du capital des travailleurs doit tenir compte du cadre juridique international dans lequel se prennent les décisions en matière de placements, ce qui comprend le respect des normes et des droits humains et du travail internationalement reconnus.

Le *Asset Owners Disclosure Project* (AODP), projet qui vise à la transparence et à la divulgation des actifs de l'économie verte tout comme à haute émission de carbone détenus par nos fonds, a publié aujourd'hui un nouveau rapport concernant le devoir fiduciaire des fidéicommiss, qui fait état de risques juridiques considérables dans le cas de pertes financières provoquées par les impacts, tant physiques que sur la réglementation, du changement climatique. L'AODP a chargé la société juridique de renommée internationale Baker&McKenzie de réaliser une étude prouvant les obligations fiduciaires quant au changement climatique, en tenant compte des actions et des évolutions depuis le rapport Freshfields de 2009. Le rapport AODP/Baker & McKenzie a utilisé le cadre législatif australien comme référence car il a des similarités avec le droit des fiducies des autres principales économies dans le domaine des pensions.

Le rapport AODP /Baker & McKenzie a référencé les éléments disponibles et soutenu que des progrès raisonnables sont constatés quant à la compréhension des risques posés par le climat, mais que les mesures prises pour gérer le risque posé par le climat sont encore très limitées. Il conclut que cet écart entre compréhension et action représente un risque juridique clair pour les fidéicommiss.

Il est évident que tout krach potentiel lié au climat ou au carbone peut réduire à néant la valeur des portefeuilles de placements et, en vérité, ferait que la crise des sub-primes semble modérée. Or, contrairement aux sub-primes, les fidéicommiss ont été amplement avertis, et les membres des fonds se tourneraient vers eux pour réclamer des réponses, voire des recours juridiques. De toute évidence, les fidéicommiss doivent œuvrer afin de faire converger la demande d'investissements relevant du capital patient et la gestion du risque futur, alors que nous reconnaissons l'obligation et l'opportunité de prendre part à la transition vers une économie à faible émission de carbone.

La réalité est qu'une certaine destruction de valeur est déjà sous-jacente dans les actifs à haute émission de carbone, ce qui pousse à la transparence et la redéfinition de stratégies de capital patient en faveur d'une sécurité des revenus pour la retraite, du développement du travail décent et du sauvetage de la planète même.

Ainsi, en conclusion, il existe plusieurs thèmes essentiels pour les syndicats en tant que représentants des fonds de capital des travailleurs sous gestion et concernant la révision des principes fondamentaux, y compris celui de la responsabilité fiduciaire.

1. Que devons-nous faire pour réinitialiser le cadre d'investissement et créer d'importantes réserves de « capital patient » qui appuient l'économie réelle et génèrent des rendements modérés sur le long terme ?

2. Pour pouvoir investir le capital des travailleurs de manière à reconstruire les économies et pour envisager l'investissement à travers le prisme des emplois, il faut un dialogue et des initiatives de conception concertées entre les syndicats, les employeurs, les institutions et l'État.

3. La diversification doit inclure des investissements dans l'économie verte, compte tenu du risque posé par le climat, et sa conception doit englober des investissements sûrs dans les économies en développement et émergentes. Dans le cadre de cette conception, il est certainement sensé de prévoir que les gouvernements fournissent des garanties pour répondre à l'impératif de relever le défi présent et futur du climat – au moins pour rehausser la maturité du marché.

4. Les fonds de pension existent avec pour finalité sociale de financer le droit des travailleurs à un revenu garanti et adéquat à leur retraite. Heureusement ils fournissent également une sécurité économique non négligeable. De ce fait, nonobstant la capture de nos fonds dans le modèle dominant de marché qui comporte un risque évident et ignoré, il convient de se demander pourquoi une certaine recapitalisation n'est pas réclamée, vu les transferts et garanties équivalents mis à la disposition des banques.

Avant tout, une plus grande transparence, alliée à une plus grande simplicité et à une déconnexion du capital des travailleurs de l'irresponsabilité de l'avidité spéculative, exigent à la fois des principes concertés, une modération des attentes et une prise en main urgente.

Nous sommes convaincus qu'il est possible d'enclencher la réinitialisation – l'êtes-vous ?