



HAL
open science

L'épargne retraite en entreprise : un état des lieux au regard de l'expérience américaine

Fabrice Pansard, Bruno Séjourné

► **To cite this version:**

Fabrice Pansard, Bruno Séjourné. L'épargne retraite en entreprise : un état des lieux au regard de l'expérience américaine. Risque et tendances, AMF, 2009, 6, Non spécifié. hal-03364154

HAL Id: hal-03364154

<https://univ-angers.hal.science/hal-03364154>

Submitted on 4 Oct 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Juin 2009

Département des Etudes



Risques et tendances - n°6

L'ÉPARGNE RETRAITE EN ENTREPRISE : UN ETAT DES LIEUX AU REGARD DE L'EXPERIENCE AMERICAINE

Fabrice Pansard

Responsable du Département des Etudes, AMF

Bruno Séjourné

Université d'Angers (GRANEM) et AMF

Cette étude a été préparée par le Département des Etudes de l'Autorité des marchés financiers. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu'à la date de publication du rapport et sont sujettes à modification dans le temps. Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF

SOMMAIRE

Synthèse	4
Introduction	6
SECTION I. LES FACTEURS D’OFFRE AU SEIN DES PLANS 401(k) : LA DOUBLE RESPONSABILITE DES GESTIONNAIRES ET DES ENTREPRISES SPONSOR	9
1. La qualité individuelle des fonds	9
2. La performance de la gamme de fonds proposée	11
SECTION II. LES CHOIX DES EPARGNANTS AMERICAINS	13
1. La composition de l’offre de fonds a t-elle une influence sur les choix de portefeuille ?	13
2. Quelles conséquences des misallocations sur le bien-être des épargnants ?	15
3. Le rythme de réallocation des portefeuilles	19
SECTION III. DES BIAIS IDENTIQUES EN FRANCE POUR LE PERCO ?	21
1. La structure de l’offre	21
2. La composition des portefeuilles	23
3. La place du Perco dans le patrimoine	25
Synthèse et conclusion	28
Bibliographie	30

Synthèse

Introduit en 2003 dans le paysage français des produits d'épargne longue, le Perco (Plan d'épargne retraite collectif) a connu depuis cette date un développement assez rapide, en parallèle à celui du Plan d'épargne en entreprise (PEE). En 2008, son encours total demeurait toutefois très modeste au regard du patrimoine financier des ménages et des montants placés sur des produits tels que l'assurance vie ou même le PEE.

Parce qu'il s'agit de produits financiers proches, l'analyse du mode de fonctionnement des plans 401(k) aux Etats-Unis permet de dégager certains enseignements. Sur le plan de l'offre, les fonds proposés par les sociétés de gestion américaines incluent généralement un fonds vedette présentant les meilleures performances du marché. Toutefois, au-delà de la qualité individuelle des fonds, l'étude de la gamme offerte dans son ensemble témoigne souvent d'une diversification insuffisante, du fait d'un nombre insuffisant de fonds ou d'une corrélation trop importante entre eux.

Sur le plan de la demande, la composition des portefeuilles des salariés-épargnants semble en partie déterminée par l'offre (*framing effect*), sans pour autant qu'il y ait un consensus sur l'intensité de cette relation. En particulier, l'hypothèse de diversification naïve, qui postule que la répartition des investissements s'effectue de manière équi-proportionnelle entre les différents fonds de la gamme sans égard pour les caractéristiques économiques de ces derniers, ne fait pas l'unanimité. Le coût en bien-être pour le salarié résultant d'un tel comportement de placement semble toutefois relativement modeste.

A partir de ces éléments portant sur les Etats-Unis et d'une enquête menée auprès de trois grands acteurs de l'épargne retraite français, l'étude de l'offre et de la demande de fonds dans le cadre des Perco permet de dresser un certain nombre de constats, dans l'ensemble positifs du point de vue de la protection de l'épargnant :

- l'offre de fonds proposée pour accueillir l'épargne retraite correspond à un bon équilibre entre une gamme exagérément large, qui pourrait brouiller la décision des salariés et les conduire à adopter des modalités de sélection peu rationnelles, et une gamme trop étroite, qui les empêcherait d'accéder à une diversification optimale ;
- l'existence systématique de dispositifs de gestion « pilotée » et « à horizon », qui conduisent à moduler l'exposition au risque actions en fonction du temps séparant le salarié de son départ à la retraite, apparaît satisfaisante (sans être optimale), tant pour

sécuriser les portefeuilles à certains moments critiques dans la vie du plan que pour palier les biais comportementaux de certains salariés, qui par eux-mêmes n'effectuent que très rarement des réallocations de portefeuille ;

- la composition des portefeuilles est en phase avec l'horizon long des plans d'épargne retraite, avec une détention d'actions significative, de l'ordre de 50% du total des encours de placements. Ce constat, qui résulte pour une bonne part de l'adoption assez large des dispositifs de gestion à horizon, tranche avec le manque de placements en actions, si souvent souligné au sujet des ménages français. On souligne à cette occasion le rôle potentiellement important de l'épargne retraite et plus largement de l'épargne salariale comme source de financement en fonds propres des entreprises.

Deux pistes d'amélioration méritent toutefois d'être soulignées :

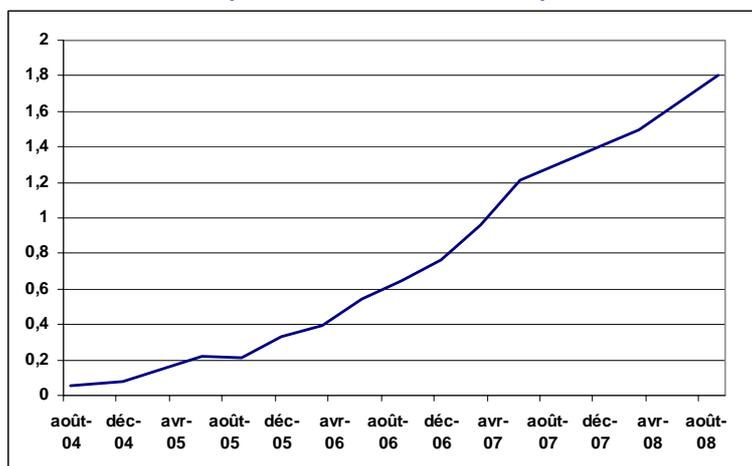
- un nombre significatif de salariés semblent détenir un nombre très restreint de fonds au regard de l'offre disponible. Cette situation peut impliquer que tous les bénéfices de la diversification ne sont pas exploités et que, de ce fait, les salariés supportent un risque excessif au regard de la rémunération espérée de leur épargne ;
- l'offre de fonds se compose pour l'essentiel de fonds maison, ne laissant que peu de place à des véhicules d'investissement gérés en dehors du groupe dont émanent la société de gestion et le teneur de compte. Il en résulte une réduction de l'univers de placement et un accès restreint à des styles d'investissement différents, ce qui est potentiellement dommageable pour l'investisseur. L'ouverture de l'architecture de distribution doit cependant s'analyser au regard du supplément de coût qu'elle est susceptible d'impliquer et donc de ses conséquences négatives sur la performance nette de frais des portefeuilles.

Enfin, on peut mentionner que l'étude des comportements de placement au sein des Perco est limitée par la rareté des statistiques « microéconomiques » portant sur la composition des portefeuilles et le cas échéant la fréquence de leur réallocation à l'échelle des individus. De la même façon, toute conclusion sur le caractère approprié des comportements d'allocation d'actifs au sein des Perco est rendu difficile par l'absence de vision claire sur la composition des patrimoines financiers dans leur ensemble et, le cas échéant, sur la détention par les salariés-épargnants de véhicules d'épargne retraite concurrents tels que le Perp et l'assurance vie. Ces dernières remarques invitent à souligner le besoin d'une information statistique accrue en matière de comportement de placement et, dans le cas précis du Perco, la mise en place souhaitable d'un dispositif approprié de collecte de données.

Introduction

Accessible en théorie à tous les salariés du secteur privé depuis la loi de 2003 relative à la réforme des retraites, le Plan d'épargne retraite collectif (Perco) est la version française de l'épargne retraite en entreprise. A la fin du troisième trimestre 2008, son encours s'élevait à plus de 1,8 milliard d'euros (graphique 1). Près de 70 000 entreprises françaises proposaient cette solution à leurs salariés et environ 410 000 d'entre eux avaient franchi le pas de l'ouverture d'un plan¹. Si l'équipement et les encours progressent sur un rythme élevé (respectivement +33% pour le nombre de salariés et +45% pour les encours en un an), le marché de l'épargne retraite en entreprise demeure à ce jour relativement modeste. Pour une part, des blocages sont recensés au niveau des entreprises. Car si les salariés sondés, notamment les plus jeunes, sont majoritairement prêts à souscrire², les entreprises peinent encore à franchir le pas de la mise en place d'un tel dispositif. L'enquête menée par TNS SOFRES pour *Fidelity* en mai 2008 est, sur ce point, éclairante puisque l'on y relève que plus de 60% des directeurs des ressources humaines ou directeurs financiers estiment ne pas avoir suffisamment de connaissances pour une mise en œuvre d'un Perco.

**Graphique 1. Evolution de l'encours du Perco
(Mds d'euros – source AFG)**

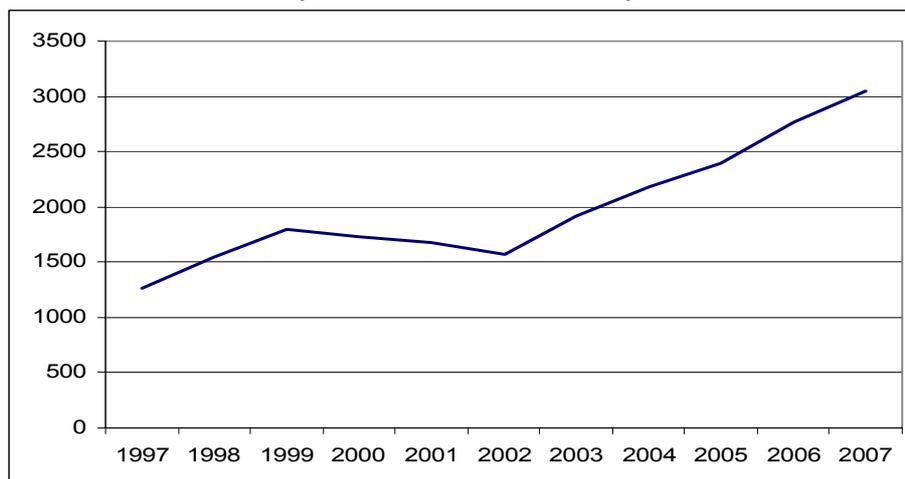


¹ Statistiques AFG au 31/09/08

² Cf. l'enquête TNS SOFRES-CAAM « Les jeunes actifs et la retraite » de juillet 2008.

A l'heure où de nouvelles mesures incitatives sont mises en place pour développer cette forme d'épargne salariale, notamment par le canal du versement d'amorçage et d'une clause d'adhésion automatique, et avant que le Perco ne soit massivement adopté par les salariés, il est important, sur un plan financier, de rappeler quelques uns des risques liés à sa détention ou à son mode de fonctionnement. De ce point de vue, le plan 401(k), son grand frère américain³, a fait l'objet de très nombreuses études dans la littérature anglo-saxonne. Lancé en 1982⁴, celui-ci concerne aujourd'hui environ 50 millions d'américains, pour un encours total évalué à plus de 3 000 milliards de dollars en décembre 2007 (graphique 2), soit environ un sixième du marché de l'épargne retraite aux Etats-Unis. Il s'agit donc d'un vaste terrain d'observation pour lequel nous disposons du recul nécessaire.

**Graphique 2. Evolution récente de l'encours des Plans 401(k)
(Mds de dollars - source: ICI)**



Notre objectif est ainsi d'étudier les risques de mauvaise allocation révélés aux Etats-Unis et d'en évaluer la portée dans le cas français. Le premier de ces risques, rappelé d'une manière générale pour l'épargne salariale dans le numéro d'automne de la Lettre économique et financière, est celui d'une sur-pondération en titres de l'entreprise⁵. Holden *et alii* (2007) observent ainsi que près de 9% des détenteurs de plans 401(k) proposant l'actionnariat salarié placent plus de 80% de leurs avoirs en titres maisons. Mais en excluant l'actionnariat salarié du dispositif d'épargne retraite en entreprise, le législateur français a veillé à réduire le risque d'une diversification

³ Voir pour un comparatif précis entre plans 401(k) et PERCO, Delahousse (2006)

⁴ L. ApRoberts (2000). Par ailleurs, on trouvera dans le numéro d'Hiver 2005 de la Lettre économique et financière de l'AMF une étude présentant les différents dispositifs d'épargne retraite aux Etats-Unis et les principaux enjeux auxquels ils sont confrontés. Enfin, un nombre important d'analyses et de statistiques portant sur les plans 401(k) sont disponibles auprès de l'Employee Benefit Research Institute et de l'Investment Company Institute.

insuffisante des portefeuilles et d'une concentration des risques pesant à la fois sur le revenu et sur le patrimoine financier. Deux problématiques retiennent alors notre attention. La première insiste sur les facteurs d'offre (Section I) à travers la qualité des fonds et gammes proposés à chaque épargnant. La seconde repose sur l'éventuelle existence de biais comportementaux des épargnants dans leurs choix de supports (Section II). Le Perco pourra alors faire l'objet d'une analyse au regard d'éventuelles faiblesses décelées dans la version américaine de l'épargne retraite en entreprise (Section III). Cette analyse, qui s'appuie sur une enquête menée auprès de trois grands acteurs du marché français de l'épargne salariale, constitue à ce stade une première approche du marché du Perco et des problématiques de l'épargne retraite à la française. Elle aura vocation à être par la suite complétée et enrichie, en fonction des constats dressés et des besoins de meilleure appréhension de ce marché naissant et en forte croissance.

⁵ « Les choix de portefeuille dans le cadre de l'épargne salariale ». Séjourné (2008).

SECTION I. LES FACTEURS D'OFFRE AU SEIN DES PLANS 401(k) : LA DOUBLE RESPONSABILITE DES GESTIONNAIRES ET DES ENTREPRISES SPONSOR

L'une des particularités de l'épargne salariale réside indéniablement dans la mise en place de l'offre. Car au-delà du choix du gestionnaire et du teneur de compte, l'entreprise sponsor participe à la sélection de la gamme de fonds proposés. Tel est le cas aux Etats-Unis comme en France. Or, comme nous le verrons ci-après, la capacité qu'ont les entreprises sponsor à orienter indirectement la structure des placements des épargnants dans le cadre des plans 401(k) conduit à soulever le problème de la qualité des fonds proposés finalement par les administrateurs. Dans la majorité des cas, le menu est exclusivement composé de fonds issus de la même famille, autrement dit gérés par une même société de gestion. Deux questions méritent d'être traitées :

- quelle est la qualité individuelle des fonds choisis ?
- la diversité de l'offre est-elle suffisante pour atteindre la frontière efficiente, autrement dit un portefeuille optimum ?

1. La qualité individuelle des fonds

L'exclusivité fréquemment accordée à un ensemble constitué d'un teneur de compte et d'une unique société de gestion pour mettre en place et assurer le suivi des plans 401(k) n'est pas sans incidence sur le menu proposé aux salariés dans la mesure où l'offre de fonds n'est pas individuelle, mais s'intègre au contraire dans une problématique dite de « famille de fonds ». De ce point de vue, dans les pays anglo-saxons, il semble que l'offre soit élaborée à partir de l'observation d'une asymétrie des comportements des épargnants selon la performance des fonds. Hervé (2006a) rappelle ainsi que si les fonds affichant d'excellentes performances attirent des flux de capitaux importants, ceux réalisant des performances médiocres ne sont victimes que de peu de retraits⁶. Un tel résultat est par exemple observé à partir de la notation *Morningstar* par Del Guercio et Tkac (2001) aux Etats-Unis⁷. Dans son argumentation commerciale, il est ainsi préférable pour une société de gestion d'afficher un fonds particulièrement attractif (de type 5 étoiles), quitte à compléter le menu par des fonds médiocres, que de mettre à disposition une gamme de fonds « moyens ». Pour ce faire, elle peut jouer sur des effets de répartition de ses revenus, en réduisant les frais de gestion du fonds amené à devenir le produit phare tout en

⁶ Voir également sur ce thème Grillet-Aubert et Sow, 2009.

⁷ Les auteurs testent les conséquences d'une élévation d'une étoile de la notation et d'une dégradation de même ampleur. Ils montrent que c'est principalement l'accès à la cinquième étoile qui est source d'un flux significatif (naturellement positif).

compensant cette baisse par des frais plus importants sur les autres OPC. L'excellente réputation dont jouit le fonds vedette influencera positivement la collecte de la famille de fonds, autrement dit de la société de gestion. Mais une telle stratégie commerciale pourrait avoir pour contrepartie une performance moyenne médiocre des fonds proposés.

Cette hypothèse a fait l'objet de tentatives de validation empirique. Dans un premier temps, Elton, Gruber et Blake (2007) ont cherché à évaluer la performance individuelle nette de frais de gestion des fonds proposés dans les plans 401(k) à partir de leur alpha⁸. Le benchmark n'est pas le marché dans la mesure où les auteurs considèrent que, majoritairement, les fonds présentent un alpha négatif, mais une sélection de fonds aux caractéristiques identiques. Autrement dit, sont dans ce cas calculés des écarts de performance entre les fonds sélectionnés dans les plans 401(k) et les fonds identiques proposés par ailleurs. Le résultat s'avère favorable aux choix opérés par les entreprises sponsor puisque le différentiel d'alpha est généralement positif, la sur-performance valant de 40 à 50 points de base par an selon les modes de calcul. Pour les auteurs, plutôt qu'un certain élitisme en matière de *stock picking*, cet écart s'expliquerait au moins en partie par des frais moins élevés.

Ces choix judicieux semblent être confortés lorsque l'on adopte une vision dynamique de la gestion des plans 401(k). En effet, d'un côté, les fonds ajoutés au menu existant durant la vie du plan sont, en moyenne, des OPC qui montraient au cours des trois années précédant leur intégration une sur-performance par rapport aux fonds de référence, selon le même critère d'alpha. Par ailleurs, une autre vertu est révélée par les auteurs : dans la plupart des cas, il s'agit de fonds issus d'une famille non encore proposée d'où, comme nous le verrons ci-après, un gain potentiel en termes de diversification. De l'autre côté, les fonds retirés du menu présentaient généralement un différentiel d'alpha négatif. Ainsi, le critère de performance passée semble guider les administrateurs dans les choix d'OPC offerts à leurs salariés. Malheureusement, ce choix rationnel *ex ante* ne se confirme pas *ex post*. En effet, les auteurs montrent également qu'une fois les fonds intégrés dans le menu, leur sur-performance par rapport à la fois à l'indice de référence et aux fonds abandonnés ne se maintient pas. Dans le même temps, les fonds retirés améliorent sensiblement leur alpha. Cette conclusion semble d'ailleurs généralisable à l'ensemble des fonds d'épargne salariale aux Etats-Unis (Goyal et Wahal, 2008). Nous retrouvons ici la problématique habituelle de l'efficiencia forte des marchés, autrement dit de l'absence de

⁸ Le coefficient alpha, que l'on doit à Jensen (1968), est un indice de performance tenant compte de la rentabilité et du risque encouru (à travers le coefficient β). S'il est positif, c'est que le gérant du fonds « sur-performe » le marché.

pérennité de la sur-performance/sous-performance des fonds à moyen et long termes, notamment en fonction des phases de marché (Hervé, 2006b).

2. La performance de la gamme de fonds proposée

Au-delà de la performance individuelle des fonds, leur appartenance à une famille et la diversification entre les OPC proposés par la société de gestion étendent cette question au portefeuille global qu'il est envisageable de constituer. Précisément, est-il possible d'atteindre un portefeuille optimal ? La discussion tourne essentiellement autour de la corrélation entre les fonds (Elton, Gruber et Green, 2005). Deux types d'arguments s'opposent. D'un côté, afin de capter une quantité massive de capitaux, les sociétés doivent proposer une grande diversité d'options d'investissement. Cette diversité se justifie également par l'argument d'un fonds d'excellence, dont nous avons rappelé qu'il tient un rôle essentiel dans la collecte globale. Or, pour proposer de manière relativement systématique un fonds particulièrement bien noté, compte tenu de la difficulté parfois rencontrée par les gestionnaires à maintenir cette excellence⁹, il convient de proposer des OPC réagissant différemment à l'évolution de l'environnement économique et financier.

D'un autre côté, plusieurs arguments militent en faveur d'une plus forte corrélation entre les OPC proposés par la même société que celle observée de manière générale. Les gestionnaires des fonds d'une famille ont tout d'abord accès à la même recherche interne, à la fois sur les sociétés et quant au scénario prospectif économique et financier. Un même style d'investissement peut également être préconisé. Par ailleurs, ajoutons qu'il n'est pas rare que dans certaines structures, un gérant unique soit sollicité sur tel ou tel marché (actions domestiques, obligations...) ou que la gamme d'OPC proposés soit en réalité constituée de fonds de fonds, composés dans des proportions différentes des mêmes fonds sous-jacents. Certains de ces arguments portent d'autant plus que la société est de petite taille.

Elton, Gruber et Blake (2004) ont travaillé sur la base Moody's qui contient 680 plans 401(k). D'un point de vue statistique, une majorité de plans offrent une diversification possible sur 5 à 10 OPC (nombre médian : 8). Ce résultat semble *a priori* acceptable mais, dans le détail, on relève que 12% des plans offrent au mieux 4 choix et les auteurs ont même recensé 2,2% de plans n'offrant qu'un seul fonds. Par ailleurs, un quart des plans ne permettent pas d'envisager

⁹ Voir par exemple sur ce point les résultats contrastés obtenus par Blake et Morey (2000) et Morey et Gottesman (2006) sur la base *Morningstar* en fonction de l'évolution de la méthodologie de notation et, dans le cas des OPCVM commercialisés en France, Garnier et Pujol (2007).

une diversification internationale. Lorsque l'on s'intéresse aux caractéristiques financières de ces actifs, deux idées forces doivent être retenues :

- 1) Sous l'hypothèse d'une diversification naïve (1/n) discutée ci-après, le menu de fonds offerts est plus risqué que le *benchmark* constitué des principales catégories de fonds. La différence ne provient pas de la variance de chacun des OPC proposés, mais de la corrélation entre les fonds. Ceci signifie que les administrateurs ne sont pas suffisamment attentifs à ce critère de corrélation lorsqu'ils sélectionnent les sociétés de gestion et leurs gammes de fonds, leur responsabilité étant d'autant plus importante que les salariés pratiquent la diversification naïve.

- 2) Lorsque l'on intègre également le critère de rentabilité afin de calculer le ratio de Sharpe¹⁰, on s'aperçoit que ce supplément de risque ne se traduit pas par une espérance de gain accrue, qui aurait permis de rémunérer ce risque. Autrement dit, le portefeuille efficient n'est en général pas atteint. Il l'est uniquement pour 38% des plans, essentiellement ceux qui proposent le plus large menu de fonds. Ainsi, les choix sont majoritairement non optimaux, ce que nous pouvons traduire par une insuffisance de rentabilité au regard des risques encourus ou un risque trop important compte tenu de la rentabilité observée, dans tous les cas par une satisfaction de l'épargnant pouvant être améliorée.

¹⁰ Le ratio de Sharpe (1966) mesure la prime obtenue par unité de risque pris.

SECTION II. LES CHOIX DES EPARGNANTS AMERICAINS

Comme nous l'avons vu, l'architecture des fonds 401(k) offerts aux salariés américains varie dans des proportions importantes d'un établissement financier à l'autre, mais également au sein même de chaque société en fonction des choix opérés par l'entreprise sponsor. A titre d'exemple, l'offre du groupe Vanguard, étudié par Huberman et Jiang (2006), comprenait à cette date de 4 à 59 fonds, le « menu » moyen étant composé de 13,7 OPC. Mais les auteurs notent que, loin de profiter de l'éventail du possible, les salariés se contentaient en moyenne de 3,5 fonds. La faible diversification pour un certain nombre d'épargnants que cette valeur moyenne suggère peut en partie s'expliquer par l'existence de formules type « cycle de vie ». Un seul fonds peut alors être souscrit, la répartition entre grandes classes d'actifs évoluant avec l'âge¹¹. Au delà de ce cas particulier, la question du choix du nombre de supports par l'épargnant, qui n'est pas *a priori* sans conséquence sur l'espérance de richesse à long terme, semble devoir être évoquée au regard de l'étendue de l'offre.

1. La composition de l'offre de fonds a-t-elle une influence sur les choix de portefeuille ?

Un certain nombre d'études ont recherché l'existence éventuelle d'un lien entre l'offre de fonds au sein des plans d'épargne retraite et les choix d'allocation opérés par les adhérents (*framing effect*). *A priori*, sous les hypothèses de rationalité des comportements de placement, il ne doit exister aucun lien entre offre et demande. En effet, les salariés-épargnants doivent allouer leurs placements en tenant compte uniquement des couples rendement-risque des actifs proposés, de leur degré d'aversion au risque et de leur horizon de placement. Il ne peut exister un lien qu'à la condition que l'extension de l'offre de fonds s'accompagne d'un accroissement de l'univers de placements et d'une augmentation des possibilités de diversification, ce qui implique que la gamme d'actifs proposée initialement était incomplète.

Dans un article de référence, Benartzi et Thaler (2001) ont testé l'hypothèse de diversification naïve. La diversification naïve, ou « 1/n strategy », consiste pour un épargnant à allouer ses placements de manière equi-proportionnelle entre les différents supports proposés, sans égard pour la nature de ces derniers. Peu rationnelle au sens financier, une telle stratégie conduit à une dépendance très forte entre l'allocation globale du portefeuille, et notamment la part de la poche

actions dans le total du portefeuille, et le nombre de fonds proposés. Précisons qu'au delà de la méconnaissance des mécanismes et produits financiers offerts dans le cadre des plans de retraite, un tel comportement pourrait se justifier par de l'aversion au regret¹², le choix de répartir ses placements dans les mêmes proportions entre les différents supports permettant de ne pas surpondérer un actif dont la rentabilité pourrait s'avérer *ex-post* décevante.

L'échantillon sur lequel repose leur étude est composé de 170 plans d'épargne retraite, couvrant au total 1,56 millions de participants et représentant en 1996 un montant de près de 50 milliards de dollars d'actifs, soit 5% des fonds accumulés au sein de l'ensemble des fonds de pension à cotisations définies. Les résultats plaident largement en faveur de l'hypothèse de diversification naïve. Leur analyse part d'un constat simple : 61,7% des fonds proposés dans les plans d'épargne retraite de l'échantillon sont des fonds actions, et 62,2% des actifs possédés par les salariés dans le cadre de ces mêmes plans sont investis en actions, soit une proportion identique. Une analyse économétrique permet de vérifier l'intuition et de chiffrer la sensibilité de la demande de fonds actions au nombre total de fonds actions proposés dans les plans. Les estimations suggèrent que, lorsque la proportion de fonds actions au sein de l'offre totale de fonds passe de 37% à 81%, alors l'exposition des épargnants aux actions passe de 48,6% à 64%. Il s'agit d'un changement très supérieur à celui qui découlerait de l'utilisation par les épargnants d'une possibilité accrue de diversification découlant d'une offre plus large de fonds actions et qui ne pourrait se comprendre que par une grande instabilité de l'aversion pour le risque.

L'analyse de Benartzi et Thaler (2001) prend également en compte la détention d'actions de l'entreprise (« company stock »). Ils montrent alors que les actions maison sont appréhendées par les salariés comme un actif à part entière, distinct des actions détenues par ailleurs via les fonds de gestion collective. Dans ces conditions, la stratégie de diversification naïve s'applique uniquement à la part du portefeuille non investie en actions maison, et elle conduit de ce fait les salariés à une surexposition de leur portefeuille global aux marchés d'actions¹³.

Les résultats précédents ne font cependant pas l'unanimité. Huberman et Jiang (2006) arrivent en effet à des conclusions sensiblement différentes. Leur étude porte sur 500 000 participants et

¹¹ Le développement continu de ces formules aux Etats-Unis est souligné par Holden *et alii* (2007). D'après l'ICI (2008), à la fin 2007, les fonds de type cycle de vie ne représentaient cependant en moyenne que 7,4% des actifs des plans 401(k).

¹² Cf Loomes et Sugden, 1982.

un nombre total de plans de 640. Elle se concentre sur les données individuelles, c'est-à-dire à l'échelle de chaque participant, et c'est ce point de méthodologie qui la distingue de celle de Benartzi et Thaler (2001). L'hypothèse de diversification naïve dans sa forme la plus forte n'est pas vérifiée. Le nombre de fonds dans lesquels les salariés investissent semble largement indépendant du nombre de fonds offerts par le sponsor. Précisément, les placements se concentrent sur un nombre restreint de fonds n'excédant pas trois ou quatre, et ce quelle que soit l'étendue de la gamme d'actifs proposés. En revanche, la répartition des flux de placement au sein de cet échantillon réduit de fonds est réalisée de manière à peu près homogène, ce qui peut s'apparenter à une version faible de la stratégie de diversification naïve.

L'autre question intéressante du point de vue de la qualité de l'allocation de portefeuille abordée par Huberman et Jiang (2006) concerne une éventuelle dépendance entre la part des investissements se destinant aux actions et la place occupée par les fonds actions (et diversifiés) dans l'offre globale de fonds. Là encore, les conclusions sont différentes de celles de l'étude précédente, dans la mesure où il n'existe qu'une faible relation entre la proportion des contributions que les participants allouent aux fonds actions et la proportion des fonds actions dans l'univers d'investissement proposé. Plus précisément, la corrélation entre l'allocation en actions et le nombre de fonds actions offert est positive lorsque le nombre de fonds offert est inférieur à 10, ce qui confirme l'existence d'un effet bénéfique en termes de diversification de l'extension de l'offre. En revanche, lorsque l'offre de fonds est large (supérieure à 10 fonds), la corrélation disparaît, ce qui suggère que les salariés distinguent bien que les possibilités de diversification ne sont guère accrues par l'addition d'un fonds supplémentaire lorsque le nombre de fonds a déjà atteint un certain seuil.

2. Quelles conséquences des *misallocations* sur le bien-être des épargnants ?

L'absence de consensus sur une éventuelle inadéquation des comportements de placements réalisés n'interdit pas de s'interroger sur les conséquences en terme de bien-être qu'elle pourrait impliquer pour le salarié-épargnant. Cette question est importante, pour au moins trois raisons :

- les fonds investis sur les plans 401(k) et de façon plus générale sur les différents vecteurs d'épargne retraite, sont censés se substituer aux revenus d'activité touchés par les salariés et à ce titre conditionnent fortement leur niveau de vie futur ;

¹³ Liang et Weisbenner (2002) arrivent à un résultat plus nuancé, montrant que l'importance de l'investissement en actions de l'entreprise dépend de l'offre alternative d'actifs et que l'on ne peut exclure que l'hypothèse de diversification naïve ne s'applique en fait à l'ensemble des actifs (y compris donc les « company stock »).

- compte tenu de l'horizon très long des plans d'épargne retraite, toute erreur dans l'allocation d'actifs peut avoir des répercussions significatives, via le simple jeu de la capitalisation des revenus financiers ;

- les erreurs en matière d'allocation d'actifs sont *ex-post* difficilement récupérables, les retraités ne disposant pas de la possibilité de compenser de faibles rendements par un effort accru de travail ou d'épargne.

A priori, la question de la bonne allocation peut avoir plusieurs dimensions. Tout d'abord, elle peut être appréhendée en considérant la répartition des portefeuilles entre actifs risqués et actifs non risqués. Il s'agit alors de savoir dans quelle mesure un sous ou un sur-investissement en actifs risqués altère le bien-être des salariés, en les privant d'un supplément de rentabilité ou au contraire en les exposant à un risque qu'ils ne sont pas prêts à assumer compte tenu de leurs anticipations et de leur aversion au risque. Ensuite, la question posée peut être celle de la diversification des portefeuilles d'actifs risqués. Pour l'essentiel, comme nous l'avons rappelé ci-avant, cette dernière question fait cependant référence dans la littérature à la détention excessive de titres maison au sein des portefeuilles, et elle perd donc de sa substance lorsque l'on raisonne, comme c'est le cas ici, sur des portefeuilles composés de fonds de gestion collective.

La première question est particulièrement difficile à appréhender. Tout d'abord, il est délicat de définir un portefeuille de référence, c'est-à-dire une composition optimale des portefeuilles dans le cadre d'une stratégie de placement à long terme. Sur un plan théorique, l'allocation optimale des portefeuilles à travers le temps sera dépendante d'un nombre important de facteurs, comme la prise en compte ou non des revenus du capital humain, la nature du processus suivi par le rendement des actifs risqués (simple marché aléatoire ou processus de type retour à la moyenne), ou encore la forme de la fonction d'utilité (Americks et Zeldes, 2002, Poterba et *al.*, 2006). Ensuite, réaliser une estimation empirique des coûts effectifs de *misallocation* à partir d'une norme théorique suppose de connaître précisément les situations individuelles des salariés-épargnants, que ce soit en matière patrimoniale (poids de l'épargne retraite au sein du patrimoine global par exemple) ou sur le plan de la tolérance à l'égard du risque (valeur du coefficient d'aversion au risque).

En raison de ces difficultés, aucune évaluation directe des coûts de *misallocation* ne peut être réalisée. Brennan et Torous (1999) fournissent cependant quelques points de repère utiles en la matière. Ils tentent d'estimer par simulation le coût d'une composition inadéquate des

portefeuilles à partir d'un modèle théorique mettant en jeu, de manière traditionnelle, une fonction d'utilité individuelle iso élastique (ou à aversion relative au risque constante) et deux actifs, respectivement risqué et non risqué. L'individu décide de l'allocation de son portefeuille avec pour objectif de maximiser son utilité au terme d'un horizon de placement donné. L'allocation optimale qui découle de ce programme d'optimisation dépend largement de la valeur du coefficient d'aversion au risque. Le coût de la *misallocation* est estimé par la différence entre, d'une part, l'investissement initial nécessaire pour atteindre à un horizon donné un certain niveau d'utilité sous l'hypothèse où l'allocation du portefeuille est optimale et, d'autre part, l'investissement initial pour atteindre ce même niveau d'utilité mais en suivant une stratégie non optimale. Autrement dit, il s'agit du supplément d'investissement initial nécessaire pour compenser à terme une stratégie de placement non optimale.

De manière assez surprenante, les simulations réalisées avec différentes valeurs des paramètres suggèrent que les conséquences des erreurs en matière d'allocation du portefeuille entre les grandes classes d'actifs sont de taille relativement modestes, même sur un horizon de temps long (dix ou vingt ans). Par exemple, pour un coefficient d'aversion au risque de 5 (niveau assez modéré), ils montrent que lorsque la part investie en actions par l'épargnant est de 20%, contre une part optimale estimée à 40% du portefeuille, alors le supplément d'investissement initial nécessaire pour atteindre à horizon de vingt ans le même niveau d'utilité espérée que celui découlant de la répartition optimale n'excède pas 5%¹⁴.

Les analyses menées par Canner et al. (1997), certes dans le cadre d'une problématique différente, arrivent à des résultats de même nature. Leur point de départ est l'observation d'un écart entre, d'une part les enseignements de la théorie du portefeuille, qui exprime que la composition du portefeuille de marché, et en l'occurrence le partage actions/obligations au sein de ce portefeuille, doit être identique sur l'ensemble du cycle de vie des individus, et d'autre part les conseils de placement prodigués par l'industrie financière, qui suggèrent que le poids des actions au sein du portefeuille doit être d'autant plus important que l'horizon de placement est éloigné. Ces fonds respectant le principe de diversification temporelle sont généralement qualifiés de produits « cycles de vie »¹⁵. L'analyse de ces auteurs vise donc à estimer le coût que peut représenter pour les épargnants de composer des portefeuilles en adéquation avec les

¹⁴ La logique sous-jacente à ce résultat est que le manque à gagner en termes de rendement d'un sur-investissement en actif non risqué est largement compensé par le risque moins important supporté par l'épargnant sur son portefeuille. Bien sûr, les simulations donnent des coûts plus importants pour des *misallocations* extrêmes, en particulier dans le cas où un individu très averse au risque se trouve à détenir plus de 80% de son portefeuille en actif risqué.

¹⁵ Voir Séjourné (2007) pour une analyse critique du principe de diversification temporelle.

conseils de l'industrie financière mais en contradiction avec le portefeuille optimal issu de la théorie financière. Au total, ils montrent, à partir d'une modélisation théorique assez proche de celle mise place par Brennan et Torous (1999), que des écarts significatifs dans la composition des portefeuilles (en l'occurrence dans le partage actions/obligations) par rapport à la composition optimale se traduisent par des coûts d'opportunité assez modestes pour les épargnants ayant choisi la formule « cycle de vie », évalués à seulement 22 points de base par an.

L'ensemble de ces résultats, clairement contre-intuitifs, mériteraient toutefois d'être nuancés par la prise en compte de certains facteurs moins normatifs. En particulier, on peut mentionner la non prise en compte dans ces études du caractère souvent procyclique des investissements des ménages, à l'image des constats réalisés par Elton *et al.* (2007) sur un large échantillon de plans 401(k). Un tel comportement se manifeste tout d'abord dans le choix des fonds, à travers un surinvestissement dans les véhicules dont la performance passée est la plus importante. Elle se manifeste également au niveau des classes d'actif, par un investissement plus massif dans les actifs risqués à la fin des phases haussières des cycles boursiers, et au contraire une mise à l'écart de ces mêmes marchés durant les périodes où les primes de risque et donc les perspectives de rendement à long terme sont les plus élevées. Au terme d'une longue période, il est raisonnable de penser que la succession de « mauvais » investissements, ou plus précisément d'investissements réalisés à contre-temps, peut peser significativement sur le rendement des portefeuilles, le montant de richesse accumulée et le bien-être des salariés.

Comme nous l'avons souligné, la question de la diversification des portefeuilles apparaît de moindre importance dès lors que l'on élimine le cas où les salariés ont la possibilité d'investir massivement en actions de leur entreprise. Cependant, une diversification insuffisante des portefeuilles détenus via des véhicules de gestion collective, en raison d'une détention trop faible de fonds ou d'une détention de fonds aux rendements exagérément corrélés, peut s'avérer dommageable et induire un coût qui vient se superposer au coût évoqué précédemment, induit par un excès de conservatisme (ou au contraire une prise de risque excessive) dans l'allocation actions/obligations.

3. Le rythme de réallocation des portefeuilles

L'étude de la gestion dynamique des portefeuilles de valeurs mobilières révèle fréquemment un biais d'inertie pouvant être analysé sous différents angles¹⁶. Les plans 401(k) n'échappent guère à cette critique. Compte tenu de leur composition, qui exclut une gestion directe du portefeuille, ce qui est en jeu ici c'est le *market timing* des épargnants, autrement dit leur capacité à restructurer leur plan entre les grandes catégories d'actifs en fonction du menu de fonds qui est à leur disposition. Agnew, Balduzzi et Sunden (2003) montrent ainsi à partir du plan *Citistreet* qu'en moyenne, sur la période 1994-1998, 87% des détenteurs de plans n'ont procédé à aucune réallocation annuelle. Ils estiment que les réaménagements entre les différents fonds proposés sont réalisés, toujours en moyenne, une fois tous les quatre ans. Précisons qu'au moment de l'étude le plan ne proposait pas de fonds type « cycle de vie ».

Trois commentaires peuvent venir compléter ce résultat. Le premier est que la réallocation du portefeuille au sein du plan *Citistreet* est gratuite et n'induit pas de biais de nature fiscale. Dès lors, il convient de se tourner vers d'autres explications que celles relatives à l'imperfection des marchés pour justifier le statu quo dans la composition des portefeuilles en volume. La faible fréquence de la révision des anticipations, les coûts de transition implicites (Samuelson et Zeckhauser, 1988) et les arguments que l'on peut retirer des expérimentations en matière de finance comportementale sont autant de pistes à explorer¹⁷.

La seconde remarque repose sur la discrimination des détenteurs de plans 401(k). Agnew, Balduzzi et Sunden observent que la fréquence des réaménagements s'élève non seulement avec le niveau de capital humain et d'éducation financière mais aussi avec l'âge, dans le sens d'une réduction de la part des actions au sein du plan. Les auteurs constatent que la fréquence et l'ampleur des réallocations correspondent assez bien au principe de diversification temporelle, dont une version naïve est exprimée par la règle du « 100% - âge » appliquée à la part des actions dans le patrimoine financier. On ajoutera que leur période d'étude est également propice à la prise de bénéfices compte tenu de l'évolution des marchés boursiers américains. Le Dow Jones avait par exemple enregistré une hausse de 133% entre janvier 1994 et décembre 1998.

Enfin, il faut noter que le progrès technologique est source d'accroissement de la fréquence de réallocation. En offrant aux épargnants en août 1998 la possibilité d'effectuer des arbitrages par

¹⁶ Voir pour un descriptif et un *survey* des analyses, Séjourné (2007).

¹⁷ Séjourné, 2007.

internet sans coût supplémentaire, les deux fonds 401(k) étudiés par Choi, Laibson et Metrick (2002) ont enregistré un doublement de la fréquence de passation d'ordres en 18 mois. Néanmoins, ces réallocations, opérées principalement par la clientèle jeune, sont en moyenne de plus faible ampleur. Ceci aboutit à une relative stabilité des montants échangés en cours d'année. Le choix d'intervenir plus fréquemment sur la structure de son épargne retraite en entreprise pourrait par ailleurs avoir pour prolongement une meilleure performance. Malheureusement, les auteurs n'observent aucun effet de ce type pour les portefeuilles des individus ayant fait le choix d'arbitrer via internet par rapport à la population de référence, seulement utilisatrice du téléphone.

SECTION III. DES BIAIS IDENTIQUES EN FRANCE POUR LE PERCO ?

Les biais d'allocation régulièrement observés aux Etats-Unis sont-ils susceptibles de se reproduire sur le marché français de l'épargne retraite en entreprise ? Plutôt que vers une étude de la réglementation, nous nous sommes tournés vers les acteurs du marché français afin d'analyser leur offre et d'obtenir des informations sur les choix opérés par leur clientèle. Le marché de l'épargne retraite en entreprise étant à ce jour relativement concentré, notre enquête a porté sur trois des principaux acteurs de ce marché, couvrant au total environ 68% des encours du Perco, soit un peu plus de 1 milliard d'euros d'actifs sous gestion à la fin de l'année 2007.

1. La structure de l'offre

Comme aux Etats-Unis, l'offre de fonds aux salariés doit être appréhendée à un double niveau : celui du bloc constitué par le teneur de compte et la société de gestion de portefeuille et celui de l'entreprise *sponsor*. Dans la majorité des cas, cette dernière agit comme un filtre en sélectionnant, parmi les solutions proposées par les premiers, celle qui sera effectivement offerte aux salariés. Plus rarement, en l'occurrence lorsqu'il s'agit de très grandes entreprises, est réclamée la mise à disposition de fonds non offerts par la société de gestion liée au teneur. Dans les deux cas, « l'intermédiation » de l'entreprise *sponsor* apparaît fondamentale. Néanmoins, la difficulté rencontrée par les responsables d'entreprise (DRH, directeurs financiers, chefs d'entreprise¹⁸) à développer une expertise propre, notamment lorsqu'il s'agit de sociétés de petite taille, a conduit les intermédiaires financiers à proposer des offres standard, dites « packagées ». Composées d'une gamme de 7 à 14 fonds selon les établissements (dont un fond ISR¹⁹), celles-ci sont adoptées selon notre estimation par 95% des entreprises proposant un Perco ou un Percol.

La gamme de fonds permet de répondre aux différents niveaux d'aversion pour le risque des investisseurs en proposant des produits allant du 100% monétaires au 100% actions. La diversification « a minima » des risques est définie par l'obligation de proposer au moins trois choix d'investissements aux adhérents, dont un FCPE solidaire. Quant à son volet international, il se concrétise par une offre généralisée de fonds européens ou, mieux encore, mondiaux. Par

¹⁸ Cf. les résultats de l'enquête TNS-SOFRES-Fidelity citée en introduction.

¹⁹ Investissement socialement responsable

ailleurs, le choix des fonds au sein d'une même société de gestion peut s'effectuer en recherchant les meilleurs gestionnaires de chaque catégorie d'actifs (semble-t-il sans recherche systématique d'un OPC « vedette » dans la mesure où cet argument n'est, jusqu'à aujourd'hui, pas mis en avant dans la présentation de l'offre). Enfin, les formules de fonds à gestion pilotée et générationnels permettent une réduction progressive de l'exposition au risque avec le temps²⁰.

Au-delà de ce premier constat, en théorie, les entreprises peuvent inclure dans leurs plans une gamme de fonds d'une très grande variété, le choix n'étant limité que par l'agrément. En particulier, dans le cadre de l'architecture ouverte, des fonds de sociétés de gestion autres que celle liée au teneur de compte peuvent être inclus dans le « menu ». La multi-gestion peut également naître de la création de fonds de fonds « ouverts ». Une telle architecture permet en principe à l'épargnant de mieux approcher la solution optimale (la droite de marché), quelle que soit son aversion pour le risque. Néanmoins, notre enquête révèle que seuls 15% des encours sont investis dans des fonds d'une société de gestion non rattachée au teneur de compte, avec une grande dispersion autour de cette valeur moyenne selon les intermédiaires (de 0 à près de 40%)²¹. En dehors d'une éventuelle absence de perception du coût que peut représenter une architecture fermée par les responsables de l'entreprise *sponsor*, il faut également noter que les teneurs de compte ne sont guère incités à ouvrir l'architecture, en raison de la difficulté à facturer à l'entreprise *sponsor* le coût de production de ce service. Seuls les fonds maisons sont donc fortement rémunérateurs²².

La majorité des entreprises choisissant de faire confiance aux fonds maisons proposés par le teneur de compte, l'un des biais d'allocation mis en évidence aux Etats-Unis est reproduit, celui d'une décorrélation insuffisante entre les fonds choisis en raison d'un adossement à un unique scénario (micro et macro) économique et financier aboutissant à des choix d'allocation tactique convergents (la marge de manœuvre étant annoncée à +/- 10% par rapport aux proportions d'actifs affichées) et à des choix de firmes et secteurs homogènes. Il en découle un coût pour le

²⁰ Schématiquement, deux modalités principales de désensibilisation temporelle des portefeuilles au risque des marchés d'actions sont proposées. La première est le recours à un fonds unique, qualifié de « générationnel » ou « à horizon », dont l'actif est réalloué en faveur des produits de taux au fur et à mesure que l'horizon de placement se réduit. La seconde est la gestion « pilotée », qui consiste pour l'épargnant à placer ses actifs sur plusieurs fonds (typiquement un fonds actions, un fonds obligataire et un fonds monétaire), la part du fonds actions tendant à diminuer mécaniquement avec le temps. En fonction de l'aversion au risque du salarié, le niveau de départ du poids des actions et l'intensité du mouvement de sécurisation des avoirs seront plus ou moins importants..

²¹ La demande d'architecture ouverte émanerait en particulier de grandes entreprises implantées au niveau international et qui souhaiteraient avoir accès à des fonds offerts par des prestataires étrangers avec lesquels divers liens professionnels ont été établis.

²² Nous retrouvons ici la difficile question de la juste tarification des services financiers.

salarié puisque le portefeuille efficient n'est pas atteint, dont l'ampleur peut cependant s'avérer modeste si les évaluations réalisées aux Etats-Unis sont confirmées en France.

Précisons enfin que l'offre proposée aux salariés n'est guère évolutive dans le temps. Plus précisément, la substitution de fonds ou l'élargissement du menu offert est une opération qui, au mieux, ne peut être menée que de manière très ponctuelle. La modification du Perco ne peut tout d'abord passer que par un accord collectif avec les partenaires sociaux. Et lorsqu'il s'agit d'un Percol, la modification de l'offre est dépendante d'un (hypothétique) accord de l'ensemble des entreprises ayant adhéré. Enfin, le choix de fonds générationnels vient renforcer la stabilité du menu. Cette rigidité de l'offre pourrait contribuer à expliquer la relative inertie des portefeuilles observée par les acteurs du marché. Les salariés demeurent en effet dans l'ensemble fidèles à leurs choix initiaux et arbitrent davantage les flux que les stocks. Mais par ailleurs, comme aux Etats-Unis, plutôt qu'une analyse sur les frais financiers liés à ces réallocations (plutôt modestes), c'est probablement davantage du côté des analyses comportementales qu'il faudra chercher l'explication à cette inertie.

2. La composition des portefeuilles

Les statistiques portant sur les trois acteurs retenus permettent de tirer certains enseignements sur l'allocation des portefeuilles au sein des Perco et Percol entre les différents fonds ou formules de gestion et, ce faisant, entre les différentes classes d'actif.

La moyenne de FCPE détenue par les salariés dans leur plan d'épargne retraite ne s'élève qu'à 2,6, soit un chiffre très en deçà de l'offre de fonds disponible. Il convient cependant de noter que ce nombre est variable selon les établissements sondés, dans le sens d'une relation positive entre le nombre de FCPE détenus et celui présent dans l'offre, notamment celle packagée qui est particulièrement prisée par les détenteurs de Percol. Très peu d'épargnants sélectionnant plus de 4 fonds (0,13% chez l'une des sociétés sondée), il est vraisemblable que la forme forte de la diversification naïve ne s'applique pas au cas français. Tout au plus peut-on envisager, à l'instar des constats de Huberman et Jiang (2006) pour les plans 401(k) mentionnés ci avant, une version faible de la stratégie (1/n).

Cette détention d'un nombre peu élevé de fonds trouve par ailleurs en partie son explication dans le poids remarquable des formes de gestion automatique et en particulier de la gestion par horizon, qui s'appuie sur la détention d'un unique fonds (cf. supra). Si ces types de gestion

permettent d'éviter l'écueil d'une inadéquation trop forte des choix d'allocation au regard de l'horizon de placement, elles soulèvent à nouveau la question du bien-fondé de la diversification temporelle. Elles ne représentent par ailleurs qu'une solution partielle de diversification, qui peut s'avérer insuffisante dès lors que les fonds sélectionnés ne sont pas parfaitement représentatifs des marchés sur lesquels ils sont investis ou lorsque la couverture géographique est insuffisante²³. On remarquera néanmoins que ce risque de diversification insuffisante est limité, dès lors que les fonds en question prennent la forme de fonds de fonds.

Au niveau agrégé, c'est-à-dire en prenant en compte l'ensemble des fonds investis dans les Perco gérés par les trois prestataires, l'allocation d'actifs se répartit de la manière suivante à la fin de l'année 2007 : 47% actions, 29% obligations et 23% monétaires (tableau 1). Du fait de la quasi-absence de titres de l'entreprise dans les plans d'épargne retraite, le poids des actions est sensiblement inférieur à celui observé dans les PEE. On remarque toutefois qu'il se situe à un niveau important, au regard des allocations de portefeuille usuelles des ménages français à travers leurs différents véhicules ou instruments d'épargne (30% pour l'ensemble du patrimoine financier en 2007)²⁴. Le choix massif des salariés en faveur des gestions pilotées et générationnelle, qui implique un partage actions/obligations/monétaires évolutif à travers le temps, pourrait expliquer la part élevée des actions dans le portefeuille d'actifs des Perco. En choisissant cette formule d'épargne, les salariés disposant d'un horizon de placement suffisamment long opéreraient en effet mécaniquement et implicitement pour une détention d'actions importante les premières années.

Tableau 1 : Structure des actifs investis dans les Perco gérés par trois grands acteurs du marché français de l'épargne retraite (en %)

	Actions	Obligations	Monétaires
Etablissement A	63,0	28,3	8,6
Etablissement B	48,0	22,0	30,0
Etablissement C	41,0	32,9	26,1
Ensemble (moyenne pondérée par la taille des encours gérés par chaque établissement)	47,2	29,1	23,4

Source : AMF d'après les déclarations des établissements

²³ L'existence des gestions pilotées et générationnelles comme facteur pouvant justifier une faible détention de fonds ne doit cependant pas être exagérée. Un établissement rapporte ainsi que de nombreux salariés ayant choisi la gestion « libre », c'est-à-dire sans désensibilisation ni investissement dans un fonds unique à génération, choisissent de n'investir que dans un seul fonds et de rester fidèle à ce choix pendant la durée du plan.

On remarque enfin la part relativement importante des actifs monétaires compte tenu de l'horizon de placement considéré, puisque près d'un quart des placements sont alloués à ce type d'instrument. Parallèlement au facteur démographique, qui peut justifier une détention significative d'actifs liquides dès lors que les adhérents sont relativement proches de leur départ en retraite, on peut émettre l'hypothèse qu'une part des épargnants n'exclue pas de profiter des clauses de sortie anticipée et cherchent à sécuriser un capital destiné à être utilisé à brève échéance, en particulier en vue de l'acquisition de leur résidence principale. Ce type de logique est d'ailleurs à l'œuvre dans le cas des PEE, dont l'horizon est certes beaucoup plus court. Un dernier élément explicatif peut être dans une politique de placement de type diversification naïve, qui conduirait, dès lors que le nombre total de fonds offert est réduit, à la présence significative d'actifs monétaires dans les portefeuilles.

3. La place du Perco dans le patrimoine

L'enquête menée auprès des principaux distributeurs français montre également que la population des entreprises proposant un Perco ou un Percol est principalement constituée de très petites entreprises : 84,6% ont moins de 5 salariés (tableau 2). Mais, en terme de nombre d'adhérents, les salariés des grandes entreprises sont au contraire majoritaires (72,6% dans les entreprises de plus de 1000 salariés)²⁵. Cette double concentration, différenciée, aux deux extrémités de l'échelle des entreprises n'est pas sans incidence sur la distinction qu'il convient d'effectuer en matière de positionnement du Perco dans la gestion patrimoniale.

Tableau 2. Répartition de la population selon la taille de l'entreprise
(en %)

Nombre de salariés dans l'entreprise	Nombre d'entreprises	Nombre d'adhérents
Moins de 5	84,62	9,56
5 à 100	12,88	7,51
100 à 1000	0,77	10,31
Plus de 1000	1,73	72,63

Source: AMF d'après les déclarations des établissements

²⁴ Séjourné, 2008.

²⁵ Notons d'ailleurs que selon la DARES, alors qu'en 2006 seuls 5,2% des salariés étaient couverts par un PERCO, ce taux s'élevait à 13,3% pour les entreprises de plus de 1000 salariés. Il était inférieur à 1,5% pour celles de moins de 100 salariés.

Pour ce qui concerne les salariés des grandes entreprises, le choix des fonds qu'ils effectuent peut difficilement être guidé par les intermédiaires financiers en dehors d'une sollicitation par le salarié de son interlocuteur habituel. Les sociétés de gestion ne disposent d'ailleurs pas d'éléments leur permettant de prodiguer un conseil personnalisé aux adhérents. Tout au plus peuvent-elles proposer des outils d'aide à la décision, par exemple sur leurs sites internet. Les autorités de régulation et le législateur ont d'ailleurs intégré cette difficulté en excluant l'épargne salariale du champ opérationnel de la directive Marché des instruments financiers (MIF). Rappelons que celle-ci impose notamment à l'intermédiaire une segmentation de la clientèle et une vérification à la fois de la compréhension des risques pris et de l'adéquation des choix de placement avec les objectifs d'épargne.

Au-delà d'un risque d'inadaptation à l'horizon de placement du portefeuille constitué au sein du Perco, les salariés sont également susceptibles d'être victimes de segmentation mentale (Thaler, 1999), autrement dit d'une compartimentation des choix de placement, sans prise en compte des corrélations des rentabilités des actifs détenus à travers les différents canaux de transmission (assurance vie, PEA, Perp...). Une telle segmentation empêche, quasiment par nature, d'atteindre le portefeuille optimal. Il s'agit d'un phénomène qui peut bien entendu apparaître sans avoir recours à l'épargne salariale, mais celle-ci semble constituer un terrain propice. En effet, il ressort des entretiens menés auprès des distributeurs que des comportements spécifiques sont observés en raison de l'importance des versements effectués par l'entreprise (supérieurs à 70%). Les statistiques de la DARES (2008) confirment d'ailleurs que les versements volontaires ne représentaient en 2006 que 23,2% du total des fonds versés sur le Perco dans les entreprises de plus de 10 salariés²⁶. D'un côté, pour certains salariés, ces versements seraient vus comme un supplément de revenu qu'il convient de protéger. Ceci se traduit par des allocations exclusives sur des fonds monétaires, la possibilité de sortie anticipée, notamment pour acquisition d'une résidence principale, pouvant conforter le salarié dans cette démarche. D'un autre côté, la quasi absence d'effort d'épargne individuel pourrait *a contrario* se traduire pour une autre partie de la clientèle par une prise de risque exceptionnelle, dans le sens d'un risque qui n'aurait pas été accepté pour une autre forme d'épargne. Une allocation « 100% actions » en serait un signe, même si l'horizon de placement peut le justifier par ailleurs.

²⁶ Par ailleurs, la « Troisième édition du baromètre de l'abondement et des versements volontaires », enquête réalisée par Natixis Intérepargne (2008), révèle que l'abondement est plus important sur les PERCO que sur les PEE.

Si le Perco constitue le support unique d'épargne retraite, la question de la segmentation mentale est moins cruciale car à des motivations d'épargne différentes peuvent correspondre des choix d'actifs relativement indépendants. Mais, dans la plupart des cas, l'épargne salariale est vue comme un moyen non exclusif de préparer sa retraite. L'enquête récente menée par TNS Sofres pour le compte du Crédit Agricole Asset Management auprès des jeunes actifs (25-34 ans)²⁷ révèle ainsi que 64% d'entre eux souhaitent accumuler une épargne retraite en utilisant conjointement des supports individuels et collectifs. Une vision globale de l'allocation du portefeuille à travers les différents canaux semble dès lors indispensable.

Cette approche globale est bien davantage envisageable pour l'autre grande catégorie de détenteurs que constituent les chefs d'entreprises des TPE (les salariés, s'ils ne sont pas le conjoint, entrant dans le cadre d'analyse précédent). Dès lors que la commercialisation du Perco est assurée par l'intermédiaire financier traditionnel (par exemple le chargé de clientèle professionnel), sa mise en place et le choix des supports peuvent être intégrés dans une approche patrimoniale globale du chef d'entreprise. La répartition entre grandes catégories d'actifs peut être étudiée en tenant compte de l'ensemble des vecteurs de détention des valeurs mobilières et subsiste alors essentiellement le risque éventuel d'une corrélation entre fonds issus d'une même société de gestion.

²⁷ « Les jeunes actifs et la retraite », juillet 2008.

Synthèse et conclusion

Cette étude s'est prioritairement attachée à identifier quelques questions importantes soulevées par le fonctionnement des plans d'épargne retraite 401(k) aux Etats-Unis. Un accent particulier a été mis sur les modalités d'élaboration de l'offre de fonds par les entreprises sponsor, en collaboration avec les sociétés de gestion, ainsi que sur l'influence de cette offre sur les comportements de placements des salariés-épargnants à travers un *framing effect*.

A partir de ces éléments, et d'une enquête menée auprès de trois grands acteurs de l'épargne retraite français, une étude de l'offre et de la demande de fonds dans le cadre des Perco a été effectuée. Cette analyse, à ce stade exploratoire et préliminaire, a permis de dresser un certain nombre de constats, dans l'ensemble positifs du point de vue de la protection de l'épargnant :

- l'offre de fonds proposée pour accueillir l'épargne retraite correspond à un bon équilibre entre une gamme exagérément large, qui pourrait brouiller la décision des salariés et les conduire à adopter des modalités de sélection peu rationnelles, et un menu trop étroit, qui les empêcherait d'accéder à l'ensemble des gammes d'actifs et de diversifier correctement leurs placements ;
- l'existence systématique de dispositifs de gestion « pilotée » et « à horizon », qui conduisent à moduler l'exposition au risque actions en fonction du temps séparant le salarié de son départ à la retraite, apparaît satisfaisante (sans être optimale), tant pour sécuriser les portefeuilles à certains moments critiques dans la vie du plan que pour palier les biais comportementaux de certains salariés, qui par eux-mêmes n'effectuent que très rarement des réallocations de portefeuille ;
- la composition des portefeuilles est en phase avec l'horizon long des plans d'épargne retraite, avec une détention d'actions significative, de l'ordre de 50% du total des encours de placements. Ce constat, qui résulte pour une bonne part de l'adoption assez large des dispositifs de gestion à horizon, tranche avec l'excès de conservatisme si souvent souligné en France en matière de comportement d'épargne. On souligne à cette occasion le rôle potentiellement important de l'épargne retraite et plus largement de l'épargne salariale comme source de financement en fonds propres des entreprises.

Deux pistes d'amélioration méritent toutefois d'être soulignées :

- un nombre significatif de salariés semblent détenir un nombre très restreint de fonds au regard de l'offre disponible. Cette situation peut impliquer que tous les bénéfices de la diversification ne sont pas exploités par les salariés et que ces derniers se trouvent de ce fait à supporter un risque excessif au regard de la rémunération espérée de leur épargne ;
- l'offre de fonds se compose pour l'essentiel de fonds maison, ne laissant que peu de place à des véhicules d'investissement gérés en dehors du groupe dont émanent la société de gestion et le teneur de compte. Il en résulte une réduction de l'univers de placement et un accès restreint à des styles d'investissement différents, ce qui est potentiellement dommageable pour l'investisseur. L'ouverture de l'architecture de distribution doit cependant s'analyser au regard du supplément de coût qu'elle est susceptible d'impliquer et donc de ses conséquences négatives sur la performance nette de frais des portefeuilles.

Enfin, on peut mentionner que l'étude des comportements de placement au sein des Perco est limitée par la rareté des statistiques « microéconomiques » portant sur la composition des portefeuilles et le cas échéant la fréquence de leur réallocation à l'échelle des individus. De la même façon, toute conclusion sur le caractère approprié des comportements d'allocation d'actifs au sein des Perco est rendu difficile par l'absence de vision claire sur la composition des patrimoines financiers dans leur ensemble et, le cas échéant, sur la détention par les salariés-épargnants de véhicules d'épargne retraite concurrents tels que le Perp et l'assurance vie. Ces dernières remarques invitent à souligner le besoin d'une information statistique accrue en matière de comportement de placement et, dans le cas précis du Perco, la mise en place souhaitable d'un dispositif approprié de collecte de données.

Bibliographie

- Agnew J., Balduzzi P. et Sunden A. [2003] : « Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan ». *The American Economic Review*, vol. 93, n°1, March.
- ApRoberts L. [2000] : *Les retraites aux Etats-Unis*. La Dispute eds.
- Blake C. et Morey M. [2000] : « Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.35, n°3, September.
- Benartzi S. et Thaler R.H [2001] : « Naïve Strategies in Defined Contribution Saving Plans ». *American Economic Review*, 91.
- Brennan M. et Torous W. [1999] : « Individual Decision Making and Investor Welfare ». *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena*, vol. 28, n°2.
- Canner N., Mankiw N.G. et Weil D. [1997] : « An Asset Allocation Puzzle ». *The American Economic Review*, vol.87, n°1, March.
- Cellier R. et Chaput H. [2008] : « L'épargne salariale en 2006 ». DARES, Premières synthèses n°25-3, juin.
- Choi J., Laibson D. et Metrick A. [2002] : « How does the Internet affect trading ? Evidence from investor behaviour in 401(k) plans ». *Journal of Financial Economics* vol.64, n°3, June.
- Delahousse L. [2006] : « Les retraites d'entreprise aux E-U. peut-on prévoir l'avenir du Perco à partir du plan 401(k) ? ». *Association française de gestion*.
- Del Guercio P. et Tkac P. [2001] : « Star Power : the Effect of Morningstar Ratings on Mutual Funds Flows ». *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper n°2001-15*, August.
- Elton E., Gruber M. et Blake Ch. [2004] : « The Adequacy of Investment Choices Offered By 401(k) Plans ». *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper n°1176*.
- Elton E., Gruber M. et Blake Ch. [2007] : « Participant reaction and the performance of funds offered by 401(k) plans ». *Journal of Financial Intermediation* n°16.
- Elton E., Gruber M. et Green T. [2005] : « The Impact of Mutual Fund Family Membership on Investor Risk ». *Mimeo*.
- Garnier O. et Pujol Th [2007] : « Les « étoiles » d'aujourd'hui préjugent-elles des « étoiles » de demain ? ». *Les Cahiers scientifiques de l'AMF*, n°3, mars.
- Goyal A. et Wahal S. [2008] : « The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors ». *Journal of Finance*, vol.LXIII, n°4, August.
- Grillet-Aubert L. et Sow R. [2009] : « Observe-t-on une pro-cyclicité accrue des flux nets d'investissement dans les OPCVM en période de crise ? ». *cahiers scientifiques de l'AMF* n°7.
- Hervé F. [2006a] : « Famille de fonds de pension, performance et persistance de la performance ». *Mimeo*.

- Hervé F. [2006b] : « Les performances des fonds de pension britanniques investis en actions dépendent-elles des phases de marché ? ». Banque et Marchés n°85, novembre-décembre.
- Holden, Van Derhei, Alonso and Copeland [2007] : « 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2006 ». ICI Perspective, vol.13, n°1.
- Huberman G. et Jiang W. [2006] : « Offering versus Choice in 401(k) Plans: Equity Exposure and Number of Funds ». The Journal of Finance, vol. LXI, n°2, April.
- ICI [2008] : « 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balance, and Loan Activity in 2007 », Research Perspective, December 2008, Vol.14, N°3.
- Jensen M. [1968] : « The performance of mutual funds in the period 1945-1964 ». Journal of Finance n°23.
- Loomes G. et Sugden R. [1982] : « Regret Theory : an Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty ». Economic Journal n°92, December.
- Morey M. et Gottesman A. [2006] : « Morningstar Mutual Fund Ratings Redux ». Journal of Investment Consulting, vol.8, n°1, summer.
- Pansard F. [2006] : « Un état des lieux de l'épargne retraite aux Etats-Unis », AMF, Lettre économique et financière, Hiver 2005.
- Poterba J. [2003] : « Lessons from Enron. Employer Stock and 401(k) Plans ». American Economic Review, vol.93, n°2, may.
- Samuelson W. et Zeckhauser R. [1988] : « Status Quo Bias in Decision Making ». Journal of Risk and Uncertainty, vol.1, n°1.
- Séjourné B. [2007] : « Comment les épargnants français intègrent-ils le paramètre temps dans la gestion de leur portefeuille ? ». Les Cahiers scientifiques de l'AMF n°4.
- Séjourné B. [2008] : « Les choix de portefeuille dans le cadre de l'épargne salariale ». Lettre économique et financière de l'AMF, automne.
- Sharpe W. [1966] : « Mutual Fund Performance ». Journal of Business vol.39, n°1, january.
- Thaler R. [1999] : « Mental Accounting Matters ». Journal of Behavioural Decision Making, n°12.

« Risques et tendances » est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l’Autorité des marchés financiers

Directeur de la publication Thierry Francq	t.francq@amf-france.org 01.53.45.63.06
Rédacteur en chef Fabrice Pansard	f.pansard@amf-france.org 01.53.45.63.57
Equipe de rédaction Anne Demartini	a.demartini@amf-france.org 01.53.45.63.39
Elisabeth Fonteny	e.fonteny@amf-france.org 01.53.45.63.61
Laurent Grillet-Aubert	l.grillet-aubert@amf-france.org 01.53.45.63.38
Carine Romey	c.romey@amf-france.org 01.53.45.63.41
Secrétariat Muriel Visage	m.visage@amf-france.org 01.53.45.63.35

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n’exprime pas nécessairement la position de l’AMF
