

## Gouvernance et placements

# Un cadre développé est clé

Une politique d'investissement détaillée est le guide indispensable à la gestion de la fortune d'une caisse de pension. Un cadre développé en matière de placements est même un élément essentiel d'une bonne gouvernance, selon une étude de l'Université de Neuchâtel.

La recherche<sup>1</sup> s'est concentrée sur la gouvernance des conseils de fondation et leur lien avec les décisions d'allocation des actifs. Grâce à un échantillon unique de 169 caisses de pension actives en Suisse romande, des tests ont pu être menés sur cette relation entre gouvernance et placements (voir cadre «fiche méthodologique»).

## Mais qu'est-ce qu'un bon conseil de fondation?

Mesurer la bonne gouvernance d'un conseil et capturer son fonctionnement n'est pas chose aisée. Nous utilisons une approche simple et claire basée sur trois dimensions, à savoir l'intégrité, l'engagement et la compétence des membres du conseil de fondation.<sup>2</sup>

Dans le cadre de ces trois dimensions, nous pouvons ainsi sélectionner 22 attributs de bonne pratique qui soient pertinents, objectifs, comparables et dont l'information est disponible dans les rapports annuels et les règlements des caisses de pension suisses.

Par exemple, l'indemnisation des membres du conseil est une incitation directe à s'engager dans les préparations et discussions des séances. Un conseil de taille adéquate permet également une meilleure participation individuelle de chacune et chacun de ses membres.



**Nadège Bregnard**

Docteure en finance spécialisée en prévoyance, Université de Neuchâtel



**Carolina Salva**

Professeure en finance et directrice de l'Institut d'analyse financière, Université de Neuchâtel

## La taille de la caisse de pension est importante

Les bonnes pratiques de gouvernance ont un coût et ne sont pas toutes accessibles aux plus petites caisses. Faire appel à des experts externes ou développer une politique de risques approfondie demande des ressources. Les grandes caisses ont donc généralement une meilleure gouvernance.

La taille de la caisse a aussi une influence directe sur les placements. Les placements en infrastructure et private equity ont par exemple un important seuil d'entrée. Les tests menés dans cette étude permettent de contrôler pour la taille de la caisse de pension. À taille égale, une caisse ayant choisi de développer une bonne gouvernance peut ainsi être associée avec l'allocation de ses actifs.

## Plus de risque, plus à l'étranger et moins de liquidités

Les résultats de l'étude confirment qu'il y a bien un lien entre gouvernance et placements (voir tableau «résumé des principaux résultats»). Les caisses de pension avec un bon conseil de fondation ont également tendance à détenir moins de liquidités ainsi que d'investir plus à l'étranger, leur permettant une meilleure diversification internationale. Pour les plus petites d'entre elles, elles tendent aussi à choisir une part plus grande d'actifs risqués (incluant actions, placements alternatifs et biens immobiliers).

Bien que l'étude ne teste pas directement la bonne gouvernance du conseil avec des mesures de performance, ces décisions en termes d'allocation des actifs ont généralement, et selon la littérature, un impact positif sur la performance à long terme. Un excès de liquidités en-

<sup>1</sup> Cette étude est à paraître prochainement dans le «Journal of Pension Economics and Finance» et est actuellement disponible sous <https://ssrn.com/abstract=3334950>.

<sup>2</sup> Ce concept d'analyse a été préalablement développé durant la thèse de doctorat de Nadège Bregnard et est disponible sous <http://doc.rero.ch/record/323613>.

## Résumé des principaux résultats

	% actifs risqués	% actifs étrangers	% liquidités
Gouvernance du conseil de fondation	+ (petites caisses uniquement)	+	-
Cadre pour les placements	++ (part actions uniquement)	+++	--
Experts externes en investissements (en plus du cadre pour les placements)			-

+, ++, +++ (-, --, ---) représentent un coefficient positif (négatif) et significatif à un niveau de respectivement de 10%, 5% et 1%.

gendre par exemple des coûts d'opportunité substantiels.

Au final, ces résultats sont validés en incluant des variables de contrôle tel que, entre autres, la forme juridique ou la structure des assurés, permettant donc de prendre en compte toute la variété de caisses de pension qui forment le paysage suisse actuel.

### Un cadre pour les placements est important

Nos tests permettent de plus de mettre en évidence un aspect de la gouvernance des conseils de fondation.

Une politique d'investissement développée offrant un cadre pour les placements permet en particulier d'expliquer la relation avec les variables d'allocation des actifs. Cela inclut par exemple des objectifs définis avec des marges tactiques, des benchmarks établis pour chaque classe d'actifs ou encore l'établissement d'une politique de risques. La présence d'experts externes tels que conseillers ou spécialistes en investissements est, en sus, également associée avec moins de liquidités.

Nous rationalisons et interprétons ces résultats comme suit: une politique d'investissement détaillée garantie que l'expertise financière nécessaire est apportée au conseil de fondation et fournit aussi un guide clair pour les gestionnaires, permettant d'être réactif et de faciliter les prises de décisions. Un tel cadre permet ainsi de prendre plus de risques.

### Quand transparence va de pair avec gouvernance

Les données utilisées pour évaluer les différents attributs et construire la mesure de gouvernance du conseil de fonda-

tion ont été collectées principalement dans les rapports annuels et règlements. La transparence des informations dans ces documents est donc ici indissociable, comme souvent dans l'étude d'éléments afférents à la gouvernance.

Par exemple, il se peut que, dans certains cas, une étude ALM ait été menée mais qu'il n'y en ait aucune déclaration dans l'annexe aux comptes ou dans le règlement des placements. Un manque de transparence se traduit de ce fait par une pauvre gouvernance dans notre mesure.

De plus, l'échantillon utilisé pour les tests a été construit au début de l'étude il y a de cela plusieurs années. La transparence dans les différents documents a sensiblement augmenté ces dernières années, influençant directement les différents attributs sélectionnés pour la mesure de gouvernance et leur évaluation.

Une réplication de cette étude permettrait de pouvoir mettre en lumière d'autres aspects importants d'une bonne gouvernance que nous ne pouvons capturer ici avec notre mesure.

### Et la recherche continue ...

Pour conclure, cette étude s'est concentrée sur la gouvernance des conseils de fondation. D'autres facteurs non traités ici peuvent également expliquer les décisions d'allocation des actifs des caisses de pension suisses.

L'Université de Neuchâtel travaille actuellement sur deux autres études analysant ces facteurs.<sup>3</sup> La première concerne

<sup>3</sup> Le projet actuellement en cours, financé par le Fonds national suisse et dirigé par Prof. Carolina Salva, est disponible sous <https://p3.snf.ch/Project-189137>.

## TAKE AWAYS

- Un bon conseil de fondation a en priorité défini un cadre détaillé pour ses placements, lui permettant ainsi de prendre plus de risques.
- Cela est en effet généralement associé avec une stratégie plus risquée, plus d'actifs détenus à l'étranger et moins de liquidités.
- La taille de la caisse de pension est également un déterminant d'une bonne gouvernance.

la gestion des liquidités. En effet, des besoins de liquidités spécifiques à chaque caisse peuvent expliquer une allocation plus élevée en liquidités. La seconde étude analyse les facteurs traditionnels classiques des modèles théoriques et ajoute d'autres facteurs internes ou externes aux caisses de pension. Par exemple, les taux d'intérêt actuellement défavorables peuvent influencer la décision des conseils de fondation vers plus d'actifs risqués.

Ces deux études devraient ainsi permettre prochainement de comprendre davantage les décisions liées à l'allocation des actifs, au-delà de la question de la gouvernance exposée ici. |

### Fiche méthodologique

#### Échantillon:

169 caisses de pension sous la supervision de l'As-So et actives durant la période 2010 à 2012 (sont exclues les caisses non-enregistrées, en liquidation et en réassurance complète).

#### Mesure de gouvernance du conseil de fondation:

22 attributs de bonne pratique, évalués dichotomiquement et agrégés sous forme d'indice composite.

#### Méthodologie utilisée pour les tests:

régressions linéaires OLS avec variables de contrôle et orthogonalisation de la taille de la caisse (analyse en composante principale et modèle fractionnel logit aussi appliqués).