



Sommaire

ASSET MANAGEMENT

- Préparer la sortie du tunnel
- Entretien avec Muriel Faure, AFG, IT Asset Management

P2 EN BREF

- L'œil sur...
La finance responsable, la preuve par l'exemple
- Notre avis sur...
Un "cygne noir" sur un lac de certitudes

P4

LA LETTRE DE L'INNOVATION ASSURANCE/FINANCE/BANQUE | N°06 | SEPTEMBRE 2009

COMMENTUM^{*}

ÉDITORIAL

La structuration des sociétés de gestion d'actifs (*asset management*) est relativement récente en France – une quinzaine d'années. Elles sont partenaires (et souvent filiales) des investisseurs : entreprises d'assurance, caisses de retraite, banques. Elles développent des métiers spécifiques dans un contexte qui présente trois caractéristiques intéressantes : il est très réglementé et contrôlé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), il continue de s'internationaliser rapidement, il est fortement innovant.



RÉMI VILLIERS-MORIAMÉ
PRÉSIDENT

La spécialisation croissante de ces métiers, souvent très techniques (et le jargon frenglish qui l'accompagne !) ne facilite pas la compréhension des enjeux de la gestion d'actifs. Mais, avec 2 400 milliards d'euros sous gestion, le secteur joue un rôle majeur dans les circuits de financement de l'économie. L'actualité, particulièrement depuis un an, montre que les mécanismes de fonctionnement et de régulation du secteur financier, et leurs éventuelles défaillances, ont des impacts systémiques bien tangibles ! Chacun doit donc s'y intéresser, même dans une pratique professionnelle courante qui serait orientée vers les engagements, car le passif tient l'actif comme les bretelles le pantalon !

La vulgarisation thématique faite dans Commentum – publication trimestrielle entièrement rédigée par les consultants du cabinet Euroland Consulting – sera désormais relayée sur notre site internet, entièrement refondu, au sein d'une rubrique « blog », où l'on trouvera billets d'actualité, mises à jour, et, nous l'espérons, échanges interactifs avec vous. ●

ASSET MANAGEMENT

Préparer la sortie du tunnel



YANN
EUROLAND CONSULTING*

Comment les sociétés de gestion traversent-elle la crise actuelle ?

La dernière crise financière en date a provoqué une aversion aux risques chez les investisseurs. Ceux-ci privilégient ainsi :

- les classes d'actifs monétaires et obligataires au détriment des actions et des produits alternatifs,
- les produits répliquant les indices (+ 300 % en 5 ans). Ces fonds sont gérés avec des techniques de gestion automatisées dites « passives » par opposition aux gestions « actives ».
- les fonds ayant une taille et une liquidité suffisantes.

Ce nouveau contexte secoue les sociétés de gestion. Les plus touchées sont celles n'ayant pas la taille critique pour amortir leurs coûts fixes ou étant situées sur des niches de savoir-faire qui pâtissent des choix de réallocation des investisseurs.

Cette profession a déjà traversé des crises financières. L'une de ses missions n'est-elle pas d'accompagner les clients investisseurs dans les différentes phases des marchés ? Mais la crise actuelle est la première qui soit aussi structurelle. La baisse des encours en 2008 et surtout le « mix

* Directeur du pôle Asset Management Eurland Consulting

produit » défavorable pour le chiffre d'affaires de ces sociétés pèsent fortement sur les résultats et rendent nécessaire une profonde réflexion pour nombre d'entre elles.

Nouvelles réglementations et attrait pour la gestion indicielle : le métier s'adapte

Les sociétés de gestion qui préparent la sortie du « tunnel » anticipent le « paysage » à la sortie :

- un contexte réglementaire mouvementé en perspective. Après la MIF en 2007, les sociétés auront à mettre en œuvre la Directive UCITS IV sur les fonds (juillet 2011), les futures directives sur « le cadre réglementaire des fonds non UCITS », et à s'adapter aux réformes sur le « droit des titres » et sur « l'harmonisation des dépositaires ». On sait également que la commercialisation des produits financiers sera davantage encadrée.

- un attrait persistant de la gestion indicielle. Lorsque le contexte sera de nouveau favorable aux placements actions, il est probable que la gestion indicielle captera une part importante de ces nouveaux investissements. Ces gestions permettent de baisser le coût de production car elles sont automatisées sur de gros volumes. Sans surprises pour les investisseurs, qui y recourent de plus en plus fréquemment, leurs performances répliquent simplement les indices. Les particuliers, une fois leur appétit revenu pour le risque, devraient progressivement se laisser séduire par cette simplicité apparente.

2

Entretien avec Muriel Faure,

Présidente d'IT Asset Management, Vice-présidente de l'AFG*
Présidente de la Commission Entrepreneuriale de l'AFG



MURIEL FAURE

En cette période de crise, comment se comportent les sociétés de gestion ?

En observant les sociétés de gestion avec un œil d'analyste financier, nous pouvons constater que cette activité est très, voire trop cyclique. Ses revenus sont en effet essentiellement assis sur les actifs gérés qui eux-mêmes varient en fonction des cours des marchés. La question pour elles est donc de rechercher de nouvelles sources de revenus, basées par exemple sur des services, pour désensibiliser leurs résultats aux cycles boursiers. D'autre part, certaines contraintes imposées aux gérants me

paraissent antinomiques. Ainsi, annoncer des objectifs de placement à 3/5 ans tout en étant astreint à une valorisation quotidienne de ces fonds... Dans l'intérêt de tous, il conviendrait de laisser le temps au gérant pour réaliser sa stratégie, au bénéfice de la performance et donc dans l'intérêt des investisseurs eux-mêmes. La liquidité est un service qui a un coût. Par ailleurs, je pense que la pression à la baisse sur les frais de gestion fixes va se durcir en raison de l'attrait des investisseurs pour les ETF (ndlr : Exchange Traded Funds, les fonds indiciels cotés).

Quels leviers pourraient relancer le développement de l'activité de gestion d'actifs ?

Ils sont à la fois commerciaux, organisationnels, financiers et humains. Il s'agit tout d'abord de faciliter la souscription des fonds, en harmonisant leurs caractéristiques et leurs procédures de souscription au plan international. Pourquoi ne pas étudier les avantages d'une introduction en bourse des OPCVM à l'image des ETF ? Sur le plan financier, les sociétés de gestion devraient pouvoir couvrir le risque de perte d'une partie de leur chiffre d'affaires au moyen

de produits dérivés ou par la constitution de provisions réglementées comme le font les banques américaines dans la perspective d'une augmentation des taux de défaut des prêts. Enfin, la gestion du risque devient essentielle. Afin de bien répondre à cet enjeu, les sociétés de gestion devront réellement placer cette activité au cœur des processus opérationnels et des stratégies d'investissement, comme cela se fait dans beaucoup d'industries.

* Association française de la gestion financière

“ La nécessité de mieux maîtriser la formation des prix aura probablement des conséquences importantes. ”

La formation du prix en question

Le capitalisme repose sur des piliers, parmi lesquels la « formation du prix ». Or, celle-ci devient étrangement plus opaque sur les marchés financiers. La privatisation des bourses comme en France (cf. Euronext), l'éclatement de leurs monopoles⁽¹⁾ consacré par la mise en œuvre de la MIF⁽²⁾, l'extraordinaire envolée des volumes sur les produits négociés de gré à gré favorisent ce mouvement et impactent ainsi :

- les acheteurs (sociétés de gestion, investisseurs), qui appréhendent difficilement les prix des transactions. La raison en revient à l'émergence d'une multitude de plates-formes électroniques où les prix d'une même valeur sont disséminés et sont basés sur des quantités qui ne sont pas toujours communiquées. On peut noter que les professionnels les appellent les « dark pools » ! Pour les transactions de gré à gré, les prix et les quantités sont affichés par les banques de marché. Mais rien ne contraint celles-ci à le faire. Cette mesure est imparfaite, particulièrement lorsque les conditions de marché se gâtent. Pas très rassurant !

- les régulateurs ne disposent pas non plus de tous les outils de surveillance qui leur permettraient de diagnostiquer et prévenir les dysfonctionnements (ce qu'a mis en évidence la crise du marché monétaire en 2007). La création de la nouvelle instance de régulation au niveau européen : l'ESCR (European Systemic Risk Council) a pour objectif d'apporter des réponses appropriées.

- toutes les entreprises sont concernées. Depuis la mise en œuvre des règles comptables « IFRS⁽³⁾ », ce sont les prix de marché qui sont la référence pour l'évaluation des actifs des sociétés.

Le marché de l'Asset Management Quelques données chiffrées

Sociétés de gestion

577 en France. 80 de plus sur les trois dernières années. Les 10 premières gèrent plus de 80 % des encours.

Fonds

8 300 en France, 37 600 dans l'Europe des 27.

En France, la profession gère plus de 2 400 milliards d'euros, dont 1 250 milliards investis dans la gestion d'OPCVM et 1 115 milliards sous forme de mandats de gestion.

Les OPCVM, qu'ils soient détenus directement ou indirectement, représentent 20 % du patrimoine financier des ménages français.

(Sources AMF, Lippers, AFG)

La nécessité de mieux maîtriser la formation des prix aura probablement des conséquences importantes : renforcement des exigences de contrôle et de reporting, responsabilisation des fonctions d'évaluation chez tous les acteurs : banques de marché, marchés électroniques, intermédiaires, sociétés de gestion, investisseurs, agences de notation et autorités nationales de régulation...
Voilà de quoi tester la capacité d'innovation et d'adaptation du secteur !

(1) 15 % des transactions sur les actions du CAC 40 sont maintenant traitées sur les nouvelles plates-formes.

(2) MIF : directive européenne sur les Marchés d'Instruments Financiers, mise en œuvre en novembre 2007 ayant redéfini la relation client,

l'organisation /conformité des sociétés de gestion et le monopole des bourses. (3) Plus particulièrement l'IAS 39.

Les Ressources Humaines dans les Sociétés de gestion

Nombre d'emplois générés : 70 000 dont 13 000 directement dans les SdG (Sociétés de gestion)

1 emploi en SdG génère 4 emplois dans l'écosystème.

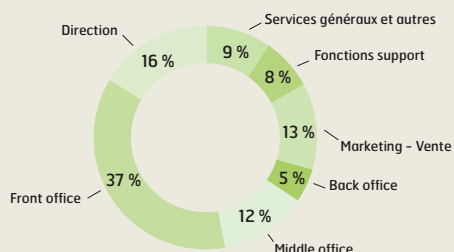
Sur 577 SdG fin 2008, les 5 plus importantes ont toutes plus de 500 employés et représentent près de 30 % des effectifs. À l'opposé, 77 % des SdG soit 390 SdG ont moins de 20 salariés... et représentent 24 % des emplois de la profession.

Répartition des fonctions dans les SdG

	+ 500 salariés les 5 plus importantes	- 20 salariés au total 390 sdg
fonctions supports (dont informatique)	31 %	8 %
fonctions de front-office	23 %	37 %

Les fonctions les plus externalisées sont le Back-office-Administration de fonds (74 % des effectifs), suivies par les fonctions de contrôle et de support (47 %).

Répartition des effectifs en fonction de la taille : SdG < 20 personnes (3 055 personnes)



Source enquête 2008 AFG : les emplois dans la gestion

L'ŒIL SUR...

La finance responsable, la preuve par l'exemple



BERTRAND
EUROLAND CONSULTING

La crise financière a mis en évidence la question de la responsabilité des actionnaires et des investisseurs : peut-on encore prétendre ignorer les conséquences d'une recherche à tout prix du rendement, quitte à scier la branche sur laquelle on est assis ? La réponse à cette question se trouverait dans cette « nouvelle » forme de finance qu'est l'ISR. En associant objectifs financiers et critères extra-financiers, on s'orienterait vers une finance « responsable », consciente de son rôle pour l'économie et des conséquences de son fonctionnement, à moyen et long terme. Mais ces bonnes intentions demandent une transparence accrue, à la fois sur le choix des critères d'évaluation et sur la qualité des informations fournies.

En décidant de ce qui est ou non ISR, les investisseurs et les sociétés de gestion d'actifs ont acquis un certain pouvoir sur les sociétés cotées. Sauront-ils s'appliquer à eux-mêmes des principes identiques ? Font-ils preuve de la transparence qu'ils exigent des autres ?

Les polémiques récentes sur la rémunération des dirigeants soulignent la perception croissante d'une incohérence entre les principes proclamés, et l'application pour le moins sélective qui en est faite. Pourquoi ne publierait-on pas les rémunérations des principales fonctions d'investissement et de gestion ? Les investisseurs et les sociétés de gestion ont réussi à imposer aux marchés financiers la crédibilité de l'ISR. Les acteurs de la finance n'ont plus qu'à respecter eux-mêmes cette démarche... et ainsi la renforcer.



FRÉDÉRIC
EUROLAND CONSULTING

NOTRE AVIS SUR...

Un « cygne noir » sur un lac de certitudes.

Dans son best seller publié en 2008, « Le cygne noir, la puissance de l'imprévisible », Nassim Taleb, ancien trader libano-américain devenu « philosophe des sciences du hasard », s'attaque aux idées les plus répandues en matière de gestion des risques.

En contestant aux experts leur capacité à prédire le futur, l'auteur nous rappelle le caractère imprévisible des phénomènes. Un « cygne noir » désigne ainsi un événement inattendu, aux conséquences très lourdes et auxquelles on trouve des explications a posteriori.



Fondés sur la courbe de Gauss, les modèles d'évaluation des risques des banques auraient écarté ces événements extrêmes - crise systémique, par exemple - du fait de leur caractère trop aléatoire. L'interconnexion des acteurs à l'échelle mondiale démultiplie pourtant leur ampleur, dans la mesure où l'incertitude augmente le mimétisme, conduisant à une situation irrationnelle en dépit de la rationalité des individus (Cf. l'emballement boursier à la suite des attentats du 11 septembre 2001).

Encourageant la prise de risques dans certaines conditions, Nassim Taleb fait par ailleurs l'éloge d'un principe de prudence censé éviter l'écueil des logiques rationalisantes a posteriori. Or, malgré le développement des contrôles dans de nombreux domaines (gestion d'actifs, transports, industrie etc.), le capitalisme n'a pas vocation à intégrer une visée morale censée atténuer la faiblesse des modèles mathématiques face au « panurgisme » et au dogmatisme des individus.

Dans ces conditions, peut-on envisager que l'approche de la gestion des risques prônée par Nassim Taleb s'intègre dans la réalité politico-économique actuelle ?

BRÈVES

ALTERNATIVE INVESTMENT FUND MANAGERS (AIFM)

Proposition de Directive européenne qui concerne les gérants de fonds alternatifs. Son objectif est de renforcer la surveillance de l'activité des hedge funds et du Private Equity et la transparence envers les investisseurs et les autorités de tutelle.



MARIA
EUROLAND CONSULTING



MALIK
EUROLAND CONSULTING

FUND PROCESSING PASSPORT (FPP)

Fiche d'identité d'un OPCVM mise en place à l'initiative de l'EFAMA (Association européenne des gestionnaires d'actifs). Elle permet à tous les acteurs financiers de connaître les informations techniques concernant la souscription et le rachat des parts, y compris des informations sur le back-office qui réalise le règlement-livraison.

SOLVABILITÉ II

Consécutive aux accords de Bâle II applicable aux banques, Solvency II (Solvabilité II) a pour objectif d'établir un nouveau cadre réglementaire de gestion des risques pour les entreprises d'assurance. Entrant en vigueur en 2010, cette Directive repose sur trois piliers : les modalités de calcul des minima de fonds propres, les outils de supervision et de contrôle des risques, la transparence de l'information. Elle soulève des questions quant aux politiques à long terme des assureurs, en pénalisant les placements « risqués » de type action.

COM MENTUM

Publication trimestrielle d'**Euroland Consulting**

6, rue Abel 75012 PARIS

Tél. : 33(0)1 49 28 05 15

Fax : 33(0)1 49 29 02 09

contact@eurolandconsulting.com

Directeur de la rédaction : Rémi Villiers-Moriamé

Reproduction interdite

sans autorisation de l'éditeur

ou du Centre Français

d'Exploitation du Droit de Copie

Dépôt légal : 1^{er} semestre 2009

ISSN : 1959-5522 /

1 300 exemplaires



Commentaires et suggestions sont les bienvenus : contact@eurolandconsulting.com