



QUELS OUTILS POUR UNE RÉGULATION EFFICACE DES RISQUES OPÉRATIONNELS DE LA GESTION POUR COMPTE DE TIERS ?

CARLOS PARDO *



Dans le cadre de ses réflexions et consultations visant à réformer l'actuel ratio Cooke, le Comité de Bâle a proposé, entre autres, l'introduction d'un capital spécifique aux risques opérationnels dans le dispositif à venir, dit « Mc Donough » ou « Bâle II »¹. Il est aussi prévu que le montant minimum de capital réglementaire soit appliqué, non seulement aux banques et aux groupes bancaires, mais aussi aux *holdings*, le capital afférent aux risques opérationnels étant calculé par ligne d'activité. La gestion pour compte de tiers ou *asset management* constitue l'une d'entre elles. Parallèlement, la Commission européenne a lancé une consultation en matière de capitaux propres réglementaires afin de réviser la directive sur l'adéquation des capitaux propres ou « CAD » qui, elle, s'applique aussi bien aux sociétés d'investissement (et donc aux sociétés de gestion) qu'aux banques et groupes bancaires. La Commission a également prévu de réviser les exigences en capitaux propres des fonds d'investissement (OPCVM) figurant dans la nouvelle directive UCITS III. Dans l'esprit des services de la Commission, toutes ces révisions devraient se faire en cohérence avec Bâle II, mais en tenant compte des spécificités des métiers concernés et des particularités régionales.

Des études réalisées par des chercheurs universitaires, en Europe et aux États-Unis, ont permis d'identifier tant les risques opérationnels inhérents à la gestion pour compte de tiers² que les outils *ex ante* de



* Directeur des études économiques, Association française de la gestion financière (AFG).

L'auteur remercie A. Lavigne, professeur à l'Université d'Orléans, le délégué général de l'AFG, Pierre Bollon, ainsi que ses collègues A. Ernewein, E. Molson, T. Valli et P. Vlaisloir pour la lecture critique et constructive de cet article. Il n'en demeure pas moins responsable des erreurs ou omissions de ce texte.

protection des investisseurs dont disposent les sociétés de gestion. Prenant appui sur le fait que les risques de la gestion pour compte de tiers sont de nature différente de ceux des autres activités financières, en particulier du fait qu'elle n'implique pas d'intermédiation bilantielle, donc pas de risques de marché et de crédit, nos réflexions portent avant tout sur les fondements et les conséquences probables d'une réglementation par les capitaux propres. Les interrogations à cet égard sont nombreuses. Pourquoi faut-il réguler cette activité ? Pour protéger les investisseurs ? Pour se protéger contre d'éventuels risques systémiques ? Des capitaux propres réglementaires (élevés) permettent-ils d'améliorer, voire d'assurer la sécurité des investisseurs ? Ou bien, existe-t-il d'autres moyens plus adéquats de protection des investisseurs ayant déjà de surcroît fait leurs preuves ? Dans le dispositif de Bâle, l'assurance figure parmi les facteurs de modération des risques opérationnels : quelle pourrait être sa contribution à côté des mécanismes actuellement en vigueur ? Enfin, l'articulation et la convergence des diverses modalités de calcul des capitaux propres tel que proposées actuellement étant peu probables, ne risque-t-on pas d'induire des distorsions de concurrence entre les différents acteurs aussi bien au niveau national qu'international et régional ?

2

Cet article dresse d'abord un bilan rapide de la volumétrie et du poids économique de la gestion pour compte de tiers, puis sont présentés et discutés les motifs susceptibles de justifier sa régulation, la troisième partie, elle, analyse certaines particularités du métier, notamment les principaux mécanismes et règles en vigueur contribuant à la protection *ex ante* des investisseurs. La quatrième partie décrit les modes de calcul des capitaux propres selon le type d'activité ou de produits et pose le problème du risque de non articulation entre les règles de Bâle et celles des directives européennes. Les exigences en capitaux propres dépendant de plusieurs facteurs, la cinquième partie met en évidence le surdimensionnement des paramètres permettant son calcul, ainsi que le rôle de l'assurance en tant que modérateur des risques opérationnels. Nous fondant sur les travaux récents de chercheurs européens et américains, nous tirons enfin des conclusions sur les mécanismes de protection des investisseurs actuellement en vigueur et sur le rôle marginal, voire les effets pervers, d'une régulation par les capitaux propres.

POIDS CROISSANT DES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

La gestion pour compte de tiers, notamment la gestion de fonds, joue un rôle crucial dans l'intermédiation et le financement des économies. Elle traite au niveau mondial un volume de capitaux (actif net de fonds

d'investissement et de mandats discrétionnaires ensemble) de l'ordre de 30 000 Md€ - dont un peu plus de 8 000 Md€ en Europe, 1 500 en France... -, soit des multiples égaux ou supérieurs au volume du PIB dans les pays et les régions concernées. En 2003, plus de 50 000 fonds d'investissement, qui pèsent près de 14 000 Md€ sont recensés dans le monde, soit un peu moins d'une fois et demi le PIB des États-Unis et presque 1,7 fois celui de l'Europe des quinze. Le marché mondial des fonds est fortement concentré dans les pays de l'OCDE : les États-Unis et l'Europe représentent respectivement 52 % et 33 % des actifs sous gestion. Et il en est de même en Europe où 5 pays (la France, en tête du peloton, le Luxembourg, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Italie) représentent 80 % des encours gérés pour compte de tiers³. Sous un autre angle, selon les pays, les fonds d'investissement, qu'ils soient détenus directement ou indirectement, au travers notamment de compagnies d'assurance ou de fonds de pension, pèsent de 10 % à 30 % du patrimoine financier des ménages, et leur poids dans les capitalisations boursières - en règle générale significatives, mais très variables d'un pays à l'autre - peut atteindre dans certains cas jusqu'à 15-20 %. Enfin, outre ces aspects quantitatifs, la gestion pour compte de tiers contribue activement à la liquidité des marchés en favorisant la mobilisation d'une partie croissante de l'épargne et des patrimoines des agents économiques. Elle est l'un des moteurs majeurs de la « marchandisation » du financement de l'économie et de la désintermédiation bancaire, mettant directement face à face épargne et investissement. Pour cela, les professionnels de ce secteur que sont les gérants, réalisent l'allocation d'actifs répondant à l'horizon de placement de l'investisseur et à son aversion ou tolérance face aux risques et sélectionnent les opportunités de placement.

*LA RÉGULATION DE LA GESTION
PAR LES CAPITAUX PROPRES EST-ELLE JUSTIFIÉE
D'UN POINT DE VUE ÉCONOMIQUE ?*

De façon générale, la réglementation d'activités financières se justifie essentiellement par deux types de considérations : la protection des investisseurs et la sauvegarde du système financier dans son ensemble - et, au-delà, de la stabilité économique - contre d'éventuels risques « systémiques ». Elle peut également être justifiée par l'existence d'un risque de hasard moral découlant de l'existence d'une garantie d'État en cas de pertes.

De manière plus spécifique, ces arguments sont-ils pertinents pour la gestion pour compte de tiers ? Concernant le risque systémique, les sociétés de gestion ne supportant pas des risques de marché ou de crédit

et ne portant pas dans leurs bilans⁴ les actifs de leurs clients - du fait de la ségrégation stricte entre actifs propres et ceux des clients, les comptes de ces derniers sont tenus par le conservateur - une intervention réglementaire semble non justifiée. Il en est de même pour les risques associés aux produits à rendement garanti dans la mesure où les options y afférentes ne peuvent pas être octroyées par les sociétés de gestion elles-mêmes. Les garanties sont le fait d'établissements de crédit ou d'autres institutions dûment agréées à cet effet. Quant au hasard moral, ou aléa moral, les sociétés de gestion ne disposant pas d'un mécanisme de garantie, à l'instar de celui des dépôts bancaires, la régulation à ce titre ne se justifie pas⁵. La protection des investisseurs semble être le seul argument justifiant l'introduction d'une réglementation, notamment du fait de leur grand nombre, de leur dispersion et, la plupart du temps, de leur faible expertise financière. Il en résulte une asymétrie d'information découlant de la faible capacité d'observation dont ils disposent pour contrôler le(s) processus de gestion et les incidents d'exploitation. Afin de prévenir les risques de conflit d'intérêt - validant ainsi l'hypothèse de représentation développée par Dewatripont et Tirole (cf. Biais 2002) -, le régulateur se doit d'intervenir au nom de l'ensemble des investisseurs (cf. troisième partie). Toujours est-il, cette reconnaissance du besoin de régulation pour protéger les investisseurs ne permet aucunement de conclure que les capitaux propres représentent l'outil le plus adéquat à mettre en place pour y parvenir.

*UNE RÉGLEMENTATION QUI IMPOSE UNE OBLIGATION
DE MOYENS POUR ASSURER LA PROTECTION EX ANTE
DES INVESTISSEURS*

La gestion pour compte de tiers se caractérise par un fondement juridique, le mandat, par un cadre législatif et réglementaire strict, qui évolue progressivement de la notion de produit à la notion d'intermédiaire financier à part entière (dont la société de gestion représente sa forme institutionnelle la plus courante). D'un point de vue économique, elle se définit par la délégation de la fonction d'investissement et de gestion des capitaux et de l'épargne par de nombreux agents, privés ou institutionnels, au bénéfice d'une entité spécialisée, en contrepartie de frais de souscription et de gestion. La société de gestion, elle, s'engage à gérer de manière indépendante et dans l'intérêt exclusif de l'investisseur les sommes qui lui sont confiées. Quelle que soit la forme de la délégation, la responsabilité repose, en droit, sur la notion de mandat, contrat entre le gestionnaire et le « client ». Dans le cas de la gestion individuelle, il y a signature d'un contrat synallagmatique⁶, dans le cas de la gestion collective, la souscription vaut adhésion au contrat de

gestion, matérialisé par la notice d'information. Par le mandat, le gestionnaire reçoit la mission, dans le cadre de la politique d'investissement définie dans le contrat, de prendre les décisions de gestion en acquérant ou en cédant les titres pour le compte de l'investisseur ou mandant⁷. Au-delà des obligations traditionnelles d'agir avec diligence et de rendre compte de la gestion au mandant, le mandat de gestion de portefeuille génère deux obligations principales :

- une obligation de loyauté envers le titulaire du portefeuille : le gestionnaire (et ses gérants), dont la mission est d'essence fiduciaire, doit agir dans l'intérêt exclusif du porteur. Il est soumis à ce principe de loyauté aux termes de la réglementation ainsi que des principes de déontologie que la profession a formalisés dans divers textes. De ce point de vue, la reconnaissance du métier de la gestion pour compte de tiers, et la séparation de cette fonction de celle du dépositaire et de celles susceptibles de donner lieu à conflit d'intérêt (*investment banking*, activités de marché, gestion pour compte propre...) constituent des mécanismes *ex ante* (cf. schéma en annexe) efficaces de protection des investisseurs ayant fait leurs preuves ;

- une obligation de moyens : le gestionnaire doit disposer de moyens financiers (capitaux propres...), techniques (organisation comptable, moyens d'analyse d'aide à la décision, suivi des résultats de la gestion...) et humains (adéquation entre les effectifs et la nature et le développement des activités...) en adéquation avec les services d'investissement proposés. Cette obligation fait l'objet d'un agrément spécifique du régulateur (l'Autorité des marchés financiers - AMF), qui assure le contrôle et un suivi régulier de cette adéquation. Des sanctions sont prévues qui peuvent aller jusqu'au retrait d'agrément en cas de non respect des engagements pris.

En France, la Loi de modernisation des activités financières (MAF) du 2 juillet 1996 a marqué une évolution importante en prenant acte de la reconnaissance du métier de la gestion d'actifs financiers pour compte de tiers et son autonomie vis-à-vis des métiers du titre et de la banque, par le biais, notamment, de la filialisation des activités de gestion. Cette filialisation rend plus transparents les rapports avec les prestataires de services et les responsabilités respectives, permet une identification plus précise des coûts et, partant, une rationalisation accrue de la tarification et une plus grande réalité des résultats. La responsabilité et l'indépendance des mandataires assurent, en outre, la capacité - et l'obligation - de résistance à d'éventuelles pressions en cas de conflits d'intérêt. Cette marche vers l'indépendance, d'abord déontologique et actuellement plutôt économique, du métier et de sa transparence se traduit, par ailleurs, par une approche qui privilégie à l'intérieur de la profession l'autorégulation et la mise sur pied de codes

de bonne conduite ou de bonnes pratiques professionnelles visant à sécuriser la gestion.

Parmi les mécanismes de régulation mis en place pour protéger les épargnants investissant dans des OPCVM, celui du dépositaire est fondamental. En effet, le dépositaire est investi par la loi de deux missions principales : la conservation des actifs et le contrôle de la régularité des opérations de l'OPCVM. En effet, les sommes confiées à des sociétés de gestion sont tenues par un dépositaire et non pas par la société elle-même (conservation ou principe de séparation des biens propres de la société de gestion et des actifs revenant aux investisseurs). Ainsi, si le risque de faillite découlant, par exemple, d'une exploitation déficiente existe, il concerne au premier rang les patrimoines des gestionnaires eux-mêmes. La pratique générale dans les pays européens exige une séparation de la gestion et de la conservation d'actifs dans des établissements juridiquement distincts ou, à défaut, l'obligation de ségrégation des actifs. Le contrôle de la régularité des opérations d'OPCVM par le dépositaire porte sur le montant minimum de l'actif, sur l'établissement de la valeur liquidative, sur le respect des règles d'investissement et des ratios réglementaires, ainsi que sur le respect de la classification des OPCVM et des règles spécifiques d'investissement mentionnées dans la notice d'information. En fin de compte, moyennant une rémunération de leurs services, les dépositaires se voient imposer un certain nombre de contraintes et de responsabilités qui font d'eux, le cas échéant, un mécanisme efficace de contrôle des opérations et de la dispersion des risques tels que définis dans la notice d'information.

*RISQUES OPÉRATIONNELS ET EXIGENCES EN FONDS
PROPRES POUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION :
ARTICULATION ET/OU CONVERGENCE ENTRE BÂLE II
ET LES DIRECTIVES EUROPÉENNES ?*

Eu égard aux nombreux chantiers relatifs à la future réglementation des capitaux propres liés aux risques opérationnels, les sociétés de gestion sont actuellement confrontées non seulement au risque d'une augmentation du niveau des capitaux propres, du fait de considérations faisant parfois abstraction des spécificités de la gestion pour compte de tiers, mais aussi au risque que représente l'éventuel manque d'articulation entre les nouvelles règles proposées.

*La directive UCITS III prévoit déjà des règles spécifiques à la
gestion de fonds d'investissement...*

Cette directive (2001/108/CEE du 21 janvier 2002) comporte de nombreuses dispositions, mais nous ne nous intéresserons qu'à

celles relatives aux capitaux propres réglementaires. Elle a déjà été très largement transposée et sera appliquée à compter du 13 février 2004. Le capital minimal requis des sociétés de gestion d'OPCVM coordonnés (UCITS) sera désormais de 125 000 € (au lieu de 50 000 dans le dispositif actuel). Par ailleurs, si la société de gestion gère plus de 250 M€, les capitaux propres devront être d'au moins 2 points de base (0,02 %) des capitaux gérés dès le premier euro, en plus du minimum de 125 000 €. Ce montant supplémentaire pourra être réduit de moitié, si la société de gestion est filiale d'un groupe important qui s'en porte garant. À titre d'exemple, une société de gestion dont l'encours est de 500 M€ devra constituer un capital réglementaire d'au moins 225 000 € (soit, un capital minimal de 125 000 € plus 0,02 % de l'encours géré). Il est toutefois à noter que la règle des 25 % des frais généraux, contenue dans CAD I, devrait continuer à s'appliquer, et que sera retenu le plus élevé de ces deux montants. Ainsi, si les frais généraux de la société de gestion sont de 3 millions, le montant des capitaux propres exigé sera de 750 000 €, au lieu de 225 000 €. Cette règle du quart des frais généraux, appliquée de manière large en Europe, reflète le « principe de l'obligation de moyens » imposé par le régulateur (cf. troisième partie). Le raisonnement à la base de ce choix est pragmatique : en cas de difficultés d'exploitation, la société de gestion doit être en mesure d'assurer la continuité de la « production », du moins jusqu'au règlement du problème.

...alors que Bâle II constituerait une référence pour la Commission en matière de capitaux propres en couverture du risque opérationnel ainsi que cela apparaît dans CAD II

Fondé sur une philosophie de gestion des risques sur 3 niveaux (cf. note 1), le projet Bâle II définit un ratio prudentiel devant affecter, au niveau consolidé, un pourcentage de capitaux propres pour chaque activité des banques. Mais les sociétés de gestion qui n'étaient pas concernées par le ratio Cooke le sont désormais, car une partie du ratio McDonough, celle relative aux risques opérationnels, sera calculée sur la ligne d'activité *Asset Management* des banques. La Commission s'appuyant largement sur les résultats de Bâle II, une partie de ses résultats sera « reprise » dans le projet de directive européenne CAD II⁸, dont le texte final est prévu pour 2004. Le calibrage du système fait encore l'objet de consultations entre les autorités (Comité de Bâle et services de la Commission) et les différentes professions, dont celle de la gestion pour compte de tiers.

En matière de gestion de risques opérationnels, Bâle II prévoit 3 méthodes de calcul pour les capitaux propres :

- une méthode simple (*Basic Indicator Approach* - BIA), fondée sur le produit d'un indicateur unique du revenu brut. Ce système prévoit un calcul forfaitaire du capital en couverture des risques opérationnels en appliquant un coefficient alpha, estimé actuellement à 15 % pour les activités de gestion pour compte de tiers, sur les revenus bruts ;
- « l'approche standard » (*Standardised Approach* - STA), quant à elle, vise un meilleur ajustement au risque spécifique de chaque ligne d'activité. Si l'assiette de calcul (revenu brut) est la même que pour le BIA, le capital exigé sera fonction de l'exposition relative de chaque branche d'activité aux risques de pertes opérationnelles. Ainsi, la gestion pour compte de tiers se voit appliquer un paramètre bêta de 12 %, l'activité *Corporate* 18 %... (les bêtas spécifiques à chaque activité figurent dans la colonne 2 du tableau en annexe). Dans ses grandes lignes, cette méthode peut être adoptée si l'établissement est capable de mettre en place un système d'information permettant de déterminer le détail des risques opérationnels ligne par ligne sur les deux ou trois derniers exercices, ainsi que leur exposition probable aux risques opérationnels ;
- une méthode plus sophistiquée est également prévue, l'approche avancée (*Advanced Measurement Approach* - AMA), où les exigences en matière d'information sont bien plus élevées et devraient permettre une gestion prospective des risques.

*LES EXIGENCES DE CAPITAUX PROPRES DOIVENT ÊTRE
RECALIBRÉES, COMPTE TENU DU NIVEAU DES RISQUES
OPÉRATIONNELS DE LA GESTION ET DU RÔLE POTENTIEL
DE L'ASSURANCE EN TANT QUE MODÉRATEUR
DE CES RISQUES*

Compte tenu du mécanisme proposé par Bâle, et repris par les services de la Commission dans leurs derniers documents de consultation, au moins deux points sont à souligner :

- *primo*, le coefficient bêta (12 %) proposé par le document CAD II pour la méthode standard semble surdimensionné, relativement aux autres activités concernées. En effet, une étude d'impact commandée par le Comité de Bâle (QIS2 - tranche 2^o) montre que parmi un échantillon de banques à activités variées, les activités de gestion pour compte de tiers ne contribuent qu'à hauteur de 2 % aux pertes totales constatées, suite à la matérialisation de risques opérationnels. Le coefficient bêta prévu pour la gestion est pourtant à ce stade le même que celui de la banque de détail qui, à elle toute seule, explique 40 % des pertes dans le même échantillon (cf. tableau en annexe). Ceci et les données issues d'autres études empiriques montrent que le niveau

du paramètre bêta appliqué à la gestion doit être revu à la baisse - et par voie de conséquence celui du paramètre alpha dans la méthode de base -, compte tenu, notamment, de son poids par rapport aux autres activités en termes de risques opérationnels. En outre, sous sa forme actuelle, l'assiette proposée pour calculer les capitaux propres n'est rien d'autre que le produit net bancaire, indicateur spécifique à l'activité des établissements de crédit et sans lien direct avec la gestion pour compte de tiers. Les professionnels demandent à ce que l'on tienne compte des spécificités du métier dans le calcul des capitaux propres exigés en couverture des risques opérationnels ;

- *secondo*, telle qu'elle découle des travaux de Bâle, il est souhaitable d'attribuer à l'assurance un rôle positif en matière de couverture, de contrôle et de réduction des risques opérationnels. Toujours est-il que le dernier projet de directive CAD II semble vouloir limiter ce rôle - et partant, les avantages économiques que les sociétés peuvent en retirer en réduisant leur niveau de capitaux propres réglementaires - à la seule méthode avancée. Nous pensons *a contrario* que, quelle que soit la méthode adoptée, la généralisation du mécanisme assurantiel peut constituer une incitation objective allant dans le sens d'une meilleure maîtrise des risques opérationnels (cf. Biais, 2002 et Calomiris, 2002).

*LES RÈGLES ACTUELLES ET CELLES EN COURS
D'ÉLABORATION NE RISQUENT-ELLES PAS DE POSER
DE SÉRIEUX PROBLÈMES DE DISTORSIONS
DE CONCURRENCE ET DE DRESSER DES BARRIÈRES
À L'ENTRÉE ?*

Outre le problème posé par l'augmentation du niveau des capitaux réglementaires du fait de la mise en place de nouvelles règles, en attendant un recalibrage des ratios, les nouveaux mécanismes sont susceptibles d'induire des distorsions de concurrence en raison d'un manque d'articulation entre les nouvelles exigences de fonds propres inspirées par Bâle II (CAD II) et l'exigence contenue actuellement dans UCITS III (règle du quart des frais généraux issue de l'annexe IV de la CAD I).

Les enjeux des débats et des réflexions en cours sur les capitaux propres, en tant qu'outil de régulation concourant à la protection des investisseurs - en l'absence de risques systémiques propres à la gestion - sont essentiels en termes de coût pour l'industrie de la gestion et ses clients, épargnants et investisseurs. À cet effet, deux groupes de travail, présidés par P. Bollon, ont été constitués - l'un au niveau européen par la FEFSI (Fédération européenne des fonds et

sociétés d'investissement) et l'autre au niveau mondial par l'IIFA (International Investment Funds Association) - et plusieurs études ont été réalisées par des chercheurs universitaires à l'initiative des professionnels de la gestion pour compte de tiers (cf. références bibliographiques). L'EAMA, l'association européenne des gérants d'actifs, a suscité à ce jour deux études : la première, publiée début 2001, porte sur les risques opérationnels et la seconde, publiée fin 2002, sur le rôle du dépositaire/conservateur en tant que facteur de réduction de ces risques. La FEFSI, quant à elle, a sollicité le concours d'un groupe de chercheurs de l'Université de Toulouse, afin de réaliser une étude spécifique à la gestion de fonds d'investissement en Europe. L'ICI, enfin, l'association des *mutual funds* américains, a également publié un rapport en 2002 rédigé par deux universitaires de ce pays.

Les principales conclusions issues de ces études, en relation avec les risques opérationnels et les exigences en capitaux propres pour les sociétés de gestion, sont les suivantes :

1- *Les sociétés de gestion ne sont pas soumises à des risques systémiques comme les banques et les sociétés d'assurances*

Le métier de la gestion pour compte de tiers se situe, en matière de risques de marché et de crédit, dans une situation très différente de celle des banques et de celle des assurances car les sociétés de gestion de portefeuille ne portent pas dans leurs bilans les placements des investisseurs. Les systèmes prudentiels reposant fortement sur des capitaux propres, adaptés aux banques et aux sociétés d'assurances, ne sont pas pertinents pour l'industrie de la gestion d'actifs.

2- *Même fixés à un niveau très élevé, les capitaux propres réglementaires ne contribueraient pas à améliorer la sécurité des investisseurs*

Les sociétés de gestion étant sensibles aux coûts, leur augmentation pourrait même avoir des effets pervers : le faux sentiment de sécurité qu'ils procureraient pourrait notamment agir comme un frein à l'évolution des outils d'autorégulation et de contrôle de la profession, qui ont prouvé de façon incontestable leur efficacité en matière de protection des investisseurs.

3- *Des capitaux propres réglementaires élevés constitueraient des barrières à l'entrée nuisibles au dynamisme d'un métier générateur d'emplois*

Eu égard aux coûts qu'elle devrait entraîner, une augmentation des fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille aurait de fâcheuses conséquences en termes de concurrence et d'innovation. Elle dresserait notamment des barrières à l'entrée pour les sociétés entrepreneuriales et indépendantes, véritables pépinières de talents individuels qui contribuent fortement au dynamisme et à la diversité de l'industrie de la gestion.

4- Des capitaux propres élevés introduiraient des distorsions de concurrence préjudiciables à la gestion européenne

Une augmentation des capitaux propres réglementaires entraînerait des coûts supplémentaires qui nuiraient sérieusement à la compétitivité des acteurs européens face, notamment, aux concurrents américains qui, eux, ne sont soumis à aucune contrainte en la matière. Il pourrait en être de même pour la concurrence intra-européenne, en raison, notamment, de l'imparfaite articulation qui semble se profiler entre les directives UCITS III et CAD II, cette dernière devant s'appliquer aux sociétés relevant de la DSI.

5- Last but not least, les sociétés de gestion sont d'ores et déjà soumises à un dispositif et des outils de régulation efficace, fonctionnant largement « ex ante », en matière de protection des investisseurs :

Outre la ségrégation stricte des actifs, les OPCVM sont soumis à une réglementation stricte qui s'ajoute à celle des sociétés de gestion. De plus, le dépositaire, entre autres, contrôle de près le respect des règles de répartition des risques et de l'orientation de gestion du produit proposé. D'autres règles et mécanismes s'y ajoutent : exigence par le régulateur d'un déontologue et du contrôle interne dans les sociétés de gestion, contrôle et certification des comptes par les commissaires aux comptes, contrôles réguliers exercés par le régulateur suivi, le cas échéant, de procédures disciplinaires.

Les mécanismes et règles actuellement en vigueur dans la gestion pour compte de tiers sont principalement fondés sur une approche qui privilégie la prévention des risques opérationnels et qui semble avoir fait ses preuves. Les propositions du projet Bâle II et celles issues des directives, en cours ou en voie de validation, doivent en tenir compte afin d'assurer le nécessaire équilibre entre les bénéfices apportés par la régulation et son coût pour les investisseurs.

ANNEXE

Analysis of Calibration of Capital Requirements			
Line of Business	Basel Committee Median Value of Beta Factor (1)	Proposed New EU Framework Beta Factor (2)	Share of Gross Loss Amounts (3)
Corporate Finance	13,1 %	18,0 %	7,4 %
Trading and Sales	17,1 %	18,0 %	19,1 %
Retail Banking	12,5 %	12,0 %	39,4 %
Commercial Banking	13,2 %	15,0 %	22,9 %
Payment and Settlement	20,8 %	18,0 %	4,8 %
Agency and Custody Services	17,4 %	15,0 %	2,2 %
Retail Brokerage	11,3 %	12,0 %	2,1 %
Asset Management	13,3 %	12,0 %	2,1 %
Average	14,8 %	15,0 %	-

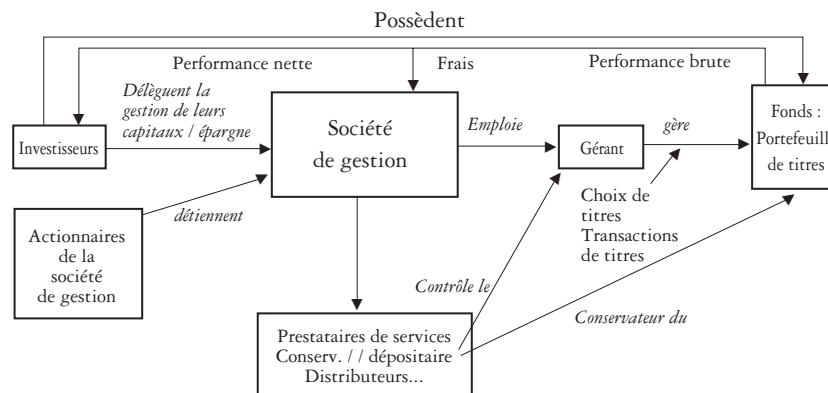
(1) « Working Paper on the Regulatory Treatment of Operational Risk », Basel Committee on Banking Supervision, September 2001.

(2) Annex H3 to Working Document of the Commission Services on Capital Requirements for Credit institutions and Investment Firms, 18 November 2002.

(3) « The Quantitative Impact Study for Operational Risk : Overview of individual Data and Lessons Learned », Basel Committee on Banking Supervision, Risk Management Group, January 2002.

Source : FEFSI response to the Commission Services dated 31 January 2003.

Gestion pour compte de tiers et mécanismes de protection des investisseurs



Source : Biais (2002)

NOTES

1. Le premier pilier du nouveau ratio est constitué des capitaux propres minima selon le type de risque (de crédit, de marché et opérationnel) ; les deux autres piliers sont le processus de surveillance prudentielle et la discipline de marché.
2. Les principaux risques opérationnels de la gestion pour compte de tiers sont : le non respect des consignes des clients, les erreurs d'exécution, de valorisation et de règlement-livraison, la fraude... Pour plus de détails concernant leur impact et leur fréquence voir Franks (2001) et Biais (2002).
3. Il est à remarquer la percée ces dernières années de l'Irlande, qui se hisse à la sixième place, avec une part de marché proche de 6 %, alors qu'elle était inférieure à 1 % à fin 1998, cette réussite étant due en grande partie à la montée en puissance de son centre *off-shore* à Dublin, mais aussi et surtout à la souplesse de sa réglementation, qui lui confère un avantage certain en matière d'innovation et d'offre de produits, notamment à gestion alternative.
4. Le bilan d'une société de gestion est simple : au passif on trouve essentiellement les capitaux propres réglementaires et « économiques », ainsi que les dettes et engagements de la société elle-même ; à l'actif y figurent la valeur des immobilisations corporelles et incorporelles et les placements en contrepartie des capitaux propres. Soulignons au passage qu'en moyenne, tant en France qu'en Europe, les sociétés de gestion détiennent des capitaux propres quatre à cinq fois supérieurs à ceux exigés par la réglementation.
5. L'idée de risque moral est simple : « lorsqu'un agent est assuré, il existe une possibilité qu'il adopte un comportement différent de celui qu'il suit lorsqu'il n'est pas assuré, comportement qui aboutit à une augmentation du risque... », cf. Kessler (1990).
6. Cette obligation de convention écrite découle de l'article 20 de la Loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, reprise par la Loi du 2 juillet 1996 sur la modernisation des activités financières.
7. Le mandat de gestion se distingue clairement du mandat de conservation de titres ou contrat de dépôt par lequel le mandataire a pour mission de tenir le compte titres de son client, à exécuter les ordres reçus et, au terme d'une obligation de garde, à restituer les titres confiés.
8. Sont concernés donc en premier lieu par ce processus les établissements soumis à la directive sur les services d'investissement (ISD).
9. Basel Committee on Banking Supervision, 2002.

BIBLIOGRAPHIE

- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, RISK MANAGEMENT GROUP, « The Quantitative Impact Study for Operational Risk: Overview of Individual Data and Lessons Learned », janvier 2002.
- BIAIS B., CASAMATA C. et ROCHET J.-C., « Operational Risks and Capital Requirements in the European Investment Fund Industry », Université de Toulouse, FEFSI, Bruxelles, octobre 2002, (www.fefsi.org).
- CALOMIRIS C. et HERRING R., « The Regulation of Operational Risk in Investment Management Companies », in Perspective, ICI, Washington, septembre 2002 (www.ici.org/pdf/per08-02.pdf).
- FRANKS J., MAYER C. et OXERA, « Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a Role for Capital Requirements? », EAMA, Londres, janvier 2001 (www.eama.org/publications/riskreport.pdf).
- KESSLER D., « Petit dictionnaire de l'économie de l'assurance », Risques n° 1, 1990, pp. 29-51.
- OXERA, « The Role of Custody in European Asset Management », EAMA, Londres, novembre 2002 (www.eama.org/publications/custodynov2002.pdf).

