



LES ENJEUX DE LA MULTIGESTION

DANIEL ROY *

La multigestion consiste à sélectionner les meilleurs fonds et les meilleurs gérants pour les assembler au sein d'un même placement, sous la forme de « fonds de fonds » ou de « fonds de gérants ». À la différence de la gestion classique où chaque fonds est composé d'un certain nombre de titres (actions, obligations...), un « fonds de fonds » (approche la plus courante) est un OPCVM composé de plusieurs fonds. Un fonds multigestion offre ainsi une plus grande diversification du portefeuille en termes de styles de gestion, de classes d'actifs et de zones géographiques.

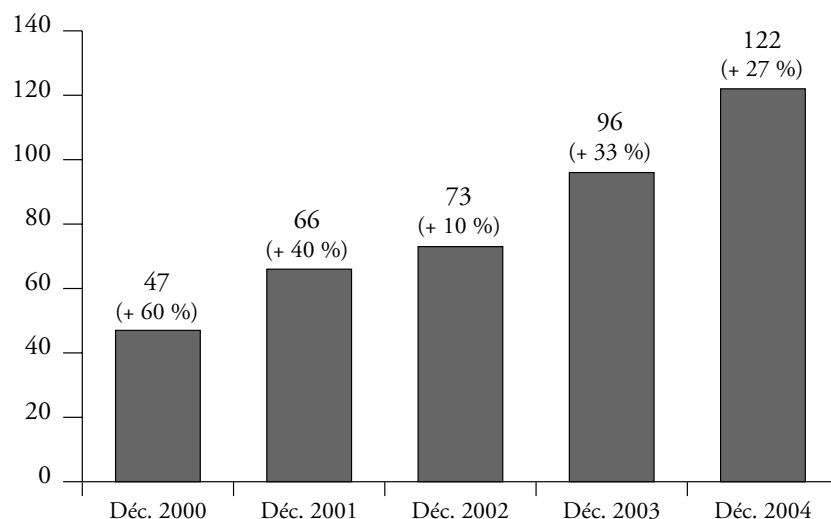
Ce concept, né dans le monde anglo-saxon - le premier fonds de fonds aurait vu le jour dès 1936 aux États-Unis, y connaît un certain essor dans les années 1980. Mais son véritable développement date de la fin des années 1990, période au cours de laquelle l'activité s'organise et se structure autour d'équipes qui lui sont spécifiquement dédiées. C'est d'ailleurs aux États-Unis que cette méthode de gestion est aujourd'hui encore la mieux implantée. Selon Cerulli Associates¹, plus de la moitié (54 %) des encours gérés au niveau mondial fin 2002 l'était depuis les États-Unis.

Mais la multigestion est en train de s'imposer également dans le paysage français et européen de l'industrie de la gestion d'actifs. En effet, l'Europe rattrape rapidement une partie de son retard. En 2003, le secteur aurait progressé, toujours selon Cerulli Associates², à un rythme annuel moyen de 14 % au niveau mondial, pour atteindre le niveau global de 680 Md\$ d'encours sous gestion. Le taux de

* Directeur général de Natexis Asset Management.

croissance européen ressort, quant à lui, à plus de 30 % sur la même période. Le marché français, de ce point de vue, n'échappe pas à la tendance européenne. Sur un an glissant, à fin octobre 2004, 22,8 % de la collecte nationale s'est faite au profit des fonds de fonds³, un pourcentage qui s'établit à 30 % pour la collecte des seuls produits incluant des actions. À cette même date, 15 % des actifs sous gestion, toutes classes d'actifs confondues, étaient gérés sous forme de fonds de fonds, et 20,3 % si l'on ne considère que les actifs incluant des actions.

Graphique n° 1
France : croissance vigoureuse des fonds de fonds*
 (en Md€ - taux annuel de croissance entre parenthèses)



Source : AFG / Banque de France

* Fonds investissant plus de 50 % de leurs actifs dans d'autres fonds

La montée en puissance de la multigestion s'inscrit dans un processus plus global de développement de l'architecture ouverte, aux dépens du schéma de l'intégration verticale, traditionnel en Europe, et notamment en France. Elle constitue l'une des réponses du secteur de la gestion d'actifs à la profonde mutation industrielle qu'il subit depuis le début des années 2000. La multigestion s'avère, en outre, parfaitement adaptée aux nouvelles exigences des distributeurs, à la recherche de solutions d'*outsourcing* en matière de gestion. Quant à l'investisseur, la multigestion lui permet d'accéder à l'expertise des meilleurs gérants internationaux, traditionnellement réservée aux investisseurs institutionnels.



La question n'est donc plus de savoir si la multigestion va continuer à s'implanter sur le marché français et européen de la gestion d'actifs, mais bien de comprendre à quelles conditions ceux qui auront choisi cette voie de spécialisation réussiront à s'imposer.

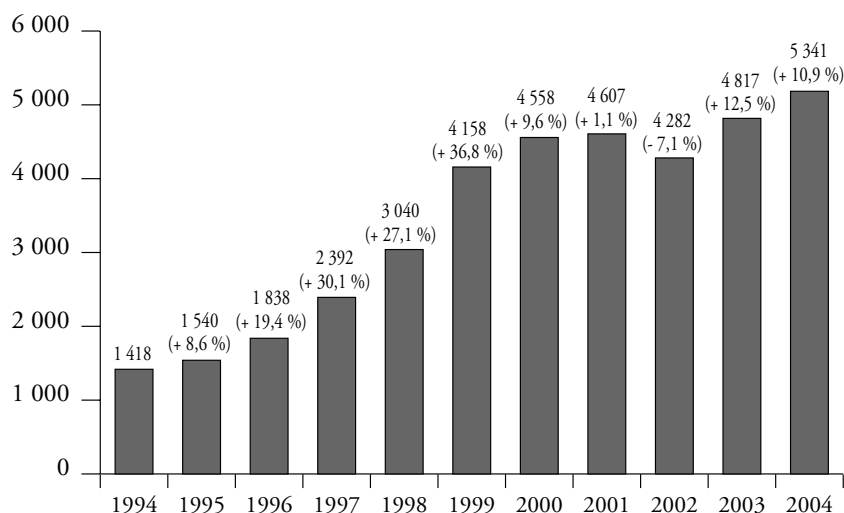
REPRISE DE LA CROISSANCE ET RESTRUCTURATION DES ACTEURS DE LA GESTION D'ACTIFS

Le secteur de la gestion d'actifs renoue avec la croissance. Mais, du fait, entre autres, de son arrivée à maturité, le niveau des taux caractéristique de la fin des années 1990, semble révolu. En effet, entre fin 1994 et fin 2000, les encours gérés en Europe sont passés de 1 418 Md€ à 4 558 Md€⁴, sous l'effet conjoint de la valorisation des marchés financiers et en non moindre mesure de souscriptions nettes positives. Soit un taux de croissance annuel moyen de 21,5 % sur la période. Les sociétés de gestion, poussées par une demande de plus en plus transnationale (harmonisation des réglementations européennes, ouvertures des frontières...), et de plus en plus sophistiquée (accès à une information mondiale *via* Internet, veille concurrentielle plus performante, augmentation du niveau de formation et d'exigence des investisseurs institutionnels...), ont dû procéder à de lourds investissements d'innovation pour rester dans la course. Le nombre de produits s'est multiplié, les maisons de gestion aussi. Les techniques d'investissement sont devenues plus complexes, et plus gourmandes en frais de structures. Les frais liés à une réglementation plus sourcilleuse ont, eux aussi, augmenté. Et ce, au moment même où le retournement du marché actions, au début des années 2000, en rendait l'impact plus significatif sur les comptes d'exploitation...

Ainsi, entre fin 2000 et fin 2004 (5 341 milliards d'encours)⁴, le taux moyen de progression du marché de la gestion pour compte de tiers est en effet retombé aux alentours de 4,0 % en rythme annuel, les mauvaises performances de 2001 et 2002 pesant lourdement (respectivement +1,1 % et -7,1 %) sur l'évolution du volume d'actifs gérés. Toujours est-il, que nous assistons depuis à des taux de progression à deux chiffres (+12,5 % en 2003 et +10,9 % en 2004).

La concurrence étant sévère, la gestion collective européenne s'est engagée vers la recherche de rentabilité qui s'est traduite par un gain de 7 % en termes de revenus nets entre 2002 et 2003, alors que sur la même période, aux États-Unis, elle n'a augmenté que de 1 %, selon un rapport de Mc Kinsey⁵. La même source met en évidence que la marge opérationnelle des sociétés de gestion européenne est supérieure de 3 points de base à celle de leurs consœurs américaines. Par ailleurs, une étude réalisée par ZEW⁶ avance que l'industrie européenne de la

Graphique n° 2
Actifs nets des fonds d'investissement européens
 (en Md€)



Source : FEFSI.

4

gestion d'actifs pourrait réaliser 5 Md€ d'économie annuellement si elle bénéficiait d'une structure de marché unique, à l'instar de celle qui prévaut aux États-Unis.

Les acteurs européens de la gestion d'actifs ont mis en place des politiques de rationalisation consistant à diminuer leurs coûts, tout en augmentant la performance des services proposés. Une stratégie qui implique une plus grande spécialisation (style de gestion, classe d'actifs, zone géographique...), l'amélioration de la qualité des *reporting* et du niveau de transparence (pour répondre aux exigences de leurs clients), et le renforcement de l'efficacité opérationnelle (niveau des performances, temps réel, gestion des gammes, automatisation des process, mesure des risques...).

Ce vaste mouvement, toujours en cours, s'opère en outre dans un contexte de marché qui se caractérise par la montée en puissance des distributeurs. Face à une offre plus complexe, les investisseurs européens expriment, en effet, désormais la volonté que les meilleurs produits des gestionnaires d'actifs soient accessibles *via* tous les réseaux de distribution, ou, plus précisément, que les meilleurs produits puissent être souscrits auprès d'un seul et même distributeur.

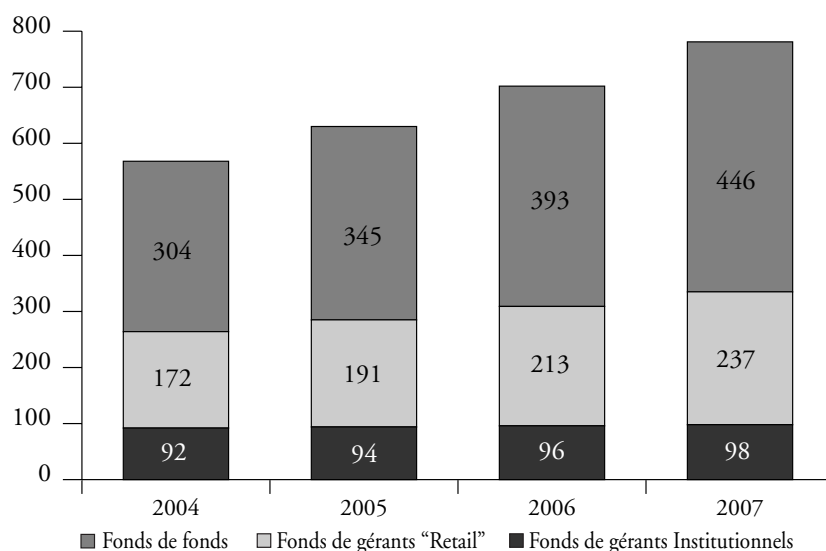
On connaît les effets induits par cette restructuration de la demande outre-Atlantique. Les banques américaines n'ayant pas su s'adapter au

désir de leurs clients d'accéder, par leur intermédiaire, à des fonds tiers, ce sont les conseillers indépendants (IFA) et les plates-formes de distribution (Schwab, Fidelity...) qui se sont emparés du marché. Si, au début des années 1980, les banques américaines contrôlaient 80 % de la distribution, elles n'en assurent plus aujourd'hui qu'environ le tiers... Cette redistribution des cartes du côté de la distribution, malgré le développement de l'offre de produits « WRAP » (allocation d'actifs + fonds de fonds), s'est, en outre, accompagnée d'une très forte concentration de l'offre, les gestionnaires d'actifs américains, gérant des encours en moyenne de 2 à 4 fois supérieurs (du moins pour les fonds monétaires, obligataires et actions) à ceux de leurs homologues européens.

L'architecture ouverte devient, elle aussi, une réalité en Europe. Elle y prend, toutefois, une tournure différente du marché américain. Fortes des expériences internationales, les banques européennes ont, en effet, réagi de manière plus pragmatique et accepté, tout du moins dans une majorité des pays de l'Union, l'idée d'une distribution, *via* leurs guichets, de produits de la concurrence.

On observe ainsi que la commercialisation de fonds tiers - gérés par une entité de gestion extérieure au groupe qui les distribue - est passée de 4,4 % de l'ensemble du marché de la gestion d'actifs en 1999 à 7 % en

Graphique n° 3
Prévision de la croissance des encours multigestion
 (en Md\$)



Source : Cerrulli Associates - The International Multimanager Marketplace report 2002



2002⁷, et devrait atteindre 8,6 % à l'horizon 2007. L'œcuménisme bancaire européen reste toutefois relativement prudent. La plupart des propositions bancaires ne portent, en effet, que sur un nombre limité de fournisseurs, et s'apparentent plus à une « architecture référencée » qu'à une véritable « architecture ouverte ». En 2003, un tiers des offres bancaires référençaient les produits gérés par moins de 5 gestionnaires externes différents (31 % en 2002). Seules 6 % des banques référençaient plus de 49 sociétés de gestion externes en 2003 (3 % en 2002). Ce constat vaut essentiellement pour la distribution de masse *via* les réseaux d'agences. Les banques privées, pionnières de l'architecture ouverte, ou, plus récemment, les départements dédiés à une clientèle fortunée au sein des banques universelles, ont, en effet, très rapidement dû se plier aux exigences de ce segment de marché, dont le degré d'insatisfaction est inversement proportionnel au degré d'ouverture à la concurrence de leur établissement...

*LA MULTIGESTION, UNE RÉPONSE À LA DEMANDE
DE FONDS TIERS, FORME DE MULTIDISTRIBUTION
SOPHISTIQUÉE, ET NOUVEAU DÉBOUCHÉ
POUR LES GESTIONNAIRES TRADITIONNELS*

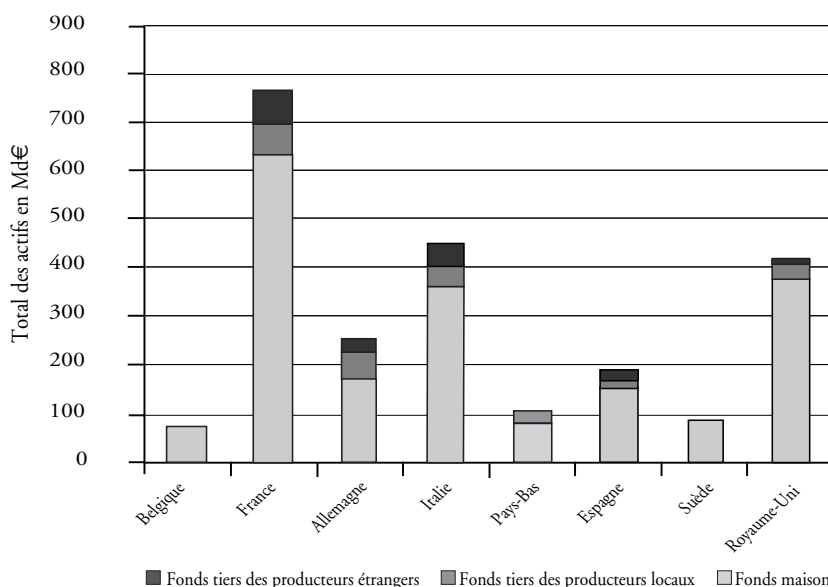
6

Des « producteurs » contraints de se spécialiser sur les métiers où ils concentrent la plus forte valeur ajoutée ; des distributeurs qui s'émancipent de leurs fournisseurs traditionnels, mais de plus en plus soucieux de répondre aux besoins de diversification de leurs clients finaux : le modèle traditionnel d'intégration verticale des compétences connaît des évolutions rapides en raison de la concurrence entre les acteurs. Dans ce nouveau contexte en devenir, il y a fort à parier que la multigestion soit amenée à tenir un jour un rôle important, en tant qu'interface naturelle entre les deux principaux acteurs de la chaîne de valeur de la gestion d'actifs.

Leur capacité *a priori* à sélectionner les fonds en fonction de la qualité de leur gestion, à les assembler dans un schéma optimisé d'allocation d'actifs, à faire de la structuration (produits garantis), et à contrôler la combinaison ainsi obtenue, offre de fait aux distributeurs, comme aux investisseurs finaux, un outil idéal d'externalisation des risques. Dès lors qu'elle permet réellement d'accéder à des fonds tiers - et pas seulement à des fonds « maisons » -, la multigestion apporte une vraie valeur ajoutée aux clients finaux de ses prescripteurs avec la possibilité d'investir sur des produits externes tout en bénéficiant d'une allocation qui bénéficie de la concentration sur les gérants les plus performants. Ce n'est, là encore, pas par hasard si les premiers pas de la multigestion, au sein des réseaux bancaires, plus particulièrement en France, sont passés par les offres de

produits dits « profilés ». Leur émergence, à la fin de la décennie 1990, s'est, en effet, en grande partie réalisée au profit des fonds de fonds ou des fonds de gérants.

Graphique n° 4
Part de marché des fonds tiers
(en Md€)



Source : Sector Analysis European Investor Focus, early 2002/ZEW calculations. CEPS.

« L'outil » multigestion, qui plus est, s'avère totalement modulable selon le niveau de sous-traitance souhaité. À côté des produits standardisés, comme les fonds profilés, où le distributeur peut se contenter de piocher dans le réservoir des offres existantes - à condition de mettre en œuvre les outils lui permettant de s'assurer que le bon produit sera bien souscrit par le bon souscripteur - se développent des concepts plus personnalisés. Face à une demande particulière de sa clientèle, ou pour un segment de marché donné - par exemple l'épargne salariale, ou, plus récemment, l'épargne retraite -, les réseaux peuvent demander aux multigestionnaires de leur fournir à la fois les « briques » - les fonds sous-jacents - et le « ciment » - l'allocation d'actifs - nécessaires à la construction d'un « mur » totalement personnalisé.

Le concept même de multigestion est, en outre, intrinsèquement corrélé aux besoins des réseaux de distribution et des conseillers de gestion indépendants. En effet, les fonds de fonds, ou fonds de gérants,



sont une solution aux problèmes de sélection que rencontrent de plus en plus fréquemment les conseillers en gestion de patrimoine. En phase haussière, comme dans les années 1990, les risques de choisir de mauvais fonds en termes de performance absolue sont peu élevés. Alors qu'en phase baissière ou de réajustement, l'incertitude qui prévaut autour des évolutions boursières, et l'importante dispersion des rendements selon les classes d'actifs, rend la tâche des indépendants nettement plus délicate. Celle-ci est rendue encore plus complexe par le problème de la rotation des gérants. Selon une étude réalisée par Morningstar en octobre 2004, seules 15 % des sociétés de gestion européennes retiennent en moyenne leurs gérants plus de 6 ans sur un même fonds. Et elles sont 39 % à reconnaître que ces derniers ne passent en moyenne que 2 à 4 ans aux commandes d'un même produit... Le recours à des plates-formes spécialisées dans la sélection des gestionnaires, pourvues d'équipes d'analystes et d'outils de suivi de la performance et du risque, semble donc de moins en moins incongru aux conseillers qui y voient l'opportunité d'assurer à leurs clients une plus forte probabilité d'obtenir le meilleur couple rendement/risque.

Ces arguments concrets devraient contribuer à faire oublier aux réseaux leur souhait ancien de privilégier les produits 100 % propriétaires. Un souhait qui s'explique à la fois pour des raisons d'attachement sentimental, mais aussi pour des raisons de profitabilité apparente. Le dernier argument, qui fut très fort et l'est encore aujourd'hui, va influencer face aux problématiques industrielles que nous avons précédemment évoquées.

Les produits de la multigestion, enfin, ont pour objectifs la recherche du meilleur couple rendement/risque pour différents profils d'investisseurs. C'est d'ailleurs le credo principal des multigérants : offrir, dans un contexte de surabondance de produits (29 000 fonds recensés en Europe par la FEFSI en 2004), un assemblage des savoir-faire des meilleurs gérants améliorant le ratio performance/volatilité. Une promesse qui repose en partie sur la capacité exceptionnelle de diversification d'un fonds de fonds, en partie sur le mélange des styles des gérants qui composent les portefeuilles. Mesurés à l'aune du couple rendement/risque, les résultats obtenus par les produits de multigestion sont d'ailleurs de plus en plus souvent en phase avec les objectifs.

Sur le créneau des produits diversifiés (*balanced funds*), on note d'ailleurs une montée en puissance régulière des fonds de fonds aux dépens des gestions diversifiées traditionnelles. Fin octobre 2004³, en France, la collecte sur 2 ans des 10 premiers fonds collecteurs de ces deux catégories (fonds de fonds et fonds diversifiés flexibles et dynamiques) donnait un net avantage aux fonds traditionnels : 69 % des encours recueillis l'étaient à leur profit. Sur 1 an, toujours à fin



octobre 2004, ces derniers ne récoltaient plus que 52 % des nouveaux encours, les fonds de fonds s'arrogeant le solde, soit 48 % des sommes investies. De la même manière, la clientèle institutionnelle plébiscite de plus en plus nettement les mandats de multigestion, partant sans doute du principe qu'ils ont plus de chance d'accéder, par ce biais, aux meilleurs gestionnaires, que directement via les mandats de gestion traditionnels. Le nombre d'appels d'offres portant sur les fonds de fonds était quasi inexistant au début des années 2000. En 2004, ils se sont multipliés, portant sur des montants significatifs, de l'ordre de 50 à 500 M€...

Mais la multigestion ne se contente pas, on l'a dit, d'apporter des solutions aux investisseurs finaux ou à leurs intermédiaires. Elle a aussi vocation d'offrir aux producteurs spécialisés, en tant que « grossiste en OPCVM », un nouveau débouché, qui plus est potentiellement générateur d'économies. Les gestionnaires d'actifs seront, en effet, sans doute amenés à rationaliser également leurs relations commerciales au cours des prochaines années, privilégiant les acteurs capables de traiter directement avec plusieurs réseaux d'apporteurs d'affaires.

L'*outsourcing*, dans l'univers financier, a beau être encore très en deçà des standards traditionnels de l'industrie - seuls 20 % des gestionnaires d'actifs au niveau mondial externalisent une ou plusieurs fonctions, même très éloignées de leur cœur de métier⁸ -, rien n'interdit en effet de penser que cette méthode de management ne se développe davantage sous la pression concurrentielle et la baisse des marges. Certains gestionnaires d'actifs, parmi ceux qui ont fait le pari d'un recentrage sur leur métier de base - la gestion financière -, n'ont d'ailleurs pas hésité à sous-traiter des pans entiers de leur activité. Après la fonction valorisation, assez communément et depuis longtemps externalisée, l'administration, c'est aussi parfois le marketing ou la partie négociation qui peuvent sortir du périmètre interne de l'entreprise.

On a vu également se développer les partenariats entre sociétés de gestion. Pour rester, là encore, compétitifs, tout en conservant une gamme en phase avec les attentes de leurs clientèles, les *asset managers* sont de plus en plus nombreux à déléguer à des concurrents plus spécialisés la production de lignes de produits pointus et identifiés (produits structurés, gestion alternative, gestion de fonds socialement responsables...).

Pourquoi ne pas imaginer que les mêmes sociétés de gestion puissent demain aussi confier à d'autres la gestion de leurs relations commerciales ? L'émergence et la montée en puissance des plates-formes de distribution, qui représentent aujourd'hui plus de 12 % des flux nets de la gestion collective européenne (contre seulement 4 % en 2000) laissent penser que ce phénomène d'intermédiation *business to business* n'en



est qu'à ses prémices. La mise en œuvre prochaine de la nouvelle règle européenne UCITS III (Undertaking for Collective Investment Schemes in Transferable Securities), qui va encore faciliter les commercialisations intracommunautaires, tout comme le développement de normes d'échanges standardisées, vont en effet constituer de puissants vecteurs de développement.

MULTIMANAGERS, LES CONDITIONS DE LA RÉUSSITE

Discipline en expansion, le nombre de structures ajoutant à la liste de ses savoir-faire l'étiquette de « spécialiste en multigestion » ne cesse de s'accroître. Il suffit de consulter la liste des demandes d'agrément déposées auprès des diverses instances de régulation nationales, notamment dans le domaine très spécifique de la multigestion alternative, pour s'en convaincre.

Aux côtés des incontournables références internationales de la sélection de fonds, pour l'heure essentiellement d'origine américaine (Frank Russel, Watson Wyatt, SEI...), et de quelques pionniers sur leur marché local (HDF Finance, AAA Advisors, Natexis Asset Square...), on trouve désormais une forte proportion de grands acteurs du monde bancaire et de l'assurance qui se sont lancés dans l'aventure de la multigestion, avec plus ou moins de succès. Au Royaume-Uni, l'un des marchés les plus matures en Europe, ce sont effectivement les acteurs internationaux qui dominent, détenant 56,6 % des encours sous gestion⁹, contre 16,2 % pour les structures indépendantes, et 25,5 % pour les acteurs bancaires et assurance locaux.

Il est parfaitement logique que ces établissements, qui intègrent l'ensemble de la chaîne de valeur, cherchent à se positionner sur une niche potentielle, quitte à délaisser cette activité si elle n'atteint pas les objectifs fixés. Un certain nombre de grands groupes bancaires européens ont donc, non seulement choisi de distribuer des fonds tiers, mais également redéfini leur rôle de producteur. Soit en l'abandonnant purement et simplement, lorsqu'ils jugeaient leurs forces plus opérationnelles sur le front de la distribution pure. Soit en le cantonnant à certaines classes d'actifs. Soit et ou en développant une compétence de distribution multisource sur une gamme réduite sélectionnée pour leur clientèle patrimoniale, compétence débouchant parfois, chez certains établissements allemands et anglais, mais aussi désormais italiens et français, sur la constitution de filiales totalement dédiées à la multigestion.

À quelles conditions ces nouveaux acteurs parviendront-ils à s'imposer dans un secteur appelé à croître, on l'a dit, de près de 30 % par an² sur le marché européen au cours des prochaines années ? La condition



principale de leur réussite est à rechercher évidemment dans leur capacité à produire de la performance. Trop de multi-managers se contentent en effet de gérer la volatilité de leurs portefeuilles. La génération « d'alpha », autrement dit la détection de gérants à fort potentiel de surperformance, doit au contraire se situer parmi les premières priorités d'un gérant de fonds de fonds. Sa valeur ajoutée passe ensuite par la mise en place d'outils propriétaires performants, modèles de construction de portefeuille, de diversification et d'optimisation des risques, afin d'assurer l'assemblage harmonieux des différentes composantes de sa sélection.

Il est aussi sans doute préférable de conserver aux structures de multigestion une taille compatible avec la souplesse nécessaire à l'exercice de leur activité. Par construction, un gestionnaire de fonds de fonds a pour objectif d'offrir à ses clients les meilleures équipes de gestion mondiale. Une mission qu'il ne peut remplir que s'il conserve la possibilité d'arbitrer, à tout moment, une allocation de fonds contre une autre. Et qu'il aura d'autant plus de chances de mener à bien dans un contexte opérationnel tourné vers l'efficacité, en privilégiant la qualité des personnels à leur quantité.

Le niveau des frais reste d'ailleurs essentiel. Les opérateurs français sont désormais transparents à ce sujet. Il est clair qu'un multigérant doit offrir un rapport prix/performance supérieur à celui des gérants diversifiés traditionnels. Il n'est pas inutile de signaler que la recommandation européenne pour la mise en œuvre du ratio TFE (Total des frais sur encours) depuis le 1^{er} janvier 2005, qui incorpore à la fois les frais du produit de multigestion et ceux des fonds sous-jacents, devrait permettre un meilleur niveau de comparaison internationale et pousser les opérateurs à davantage de transparence dans la présentation du coût réel de leurs prestations.

Reste la question de la forme de multigestion la plus adéquate à développer. Les fonds de fonds ont pour avantage d'être plus souples, plus réactifs, de permettre la mise en œuvre de toutes les idées de gestion des multi-gérants. Ils sont le canal de production à privilégier à destination d'une clientèle *retail*. Les fonds de gérants, plus rigides, généralement davantage corrélés aux indices de marché, offrent en revanche davantage de transparence en termes de *reporting*, réservant sans doute cette catégorie aux investisseurs institutionnels.

Le secteur de la multigestion s'affirme comme l'un des segments de la gestion d'actifs européenne les plus prometteurs.

Si les spécialistes internationaux, s'appuyant sur leurs bases arrière américaines, ont beaucoup de cartes en main pour prendre des parts

de ce marché en croissance, les acteurs traditionnels de la gestion et de la distribution, notamment en Europe, n'ont pas dit leur dernier mot. Dans un contexte favorable aux distributeurs, nouveaux « donneurs d'ordres » de la gestion d'actifs, leur parfaite connaissance du fonctionnement et des attentes des réseaux les placent en position idéale pour concevoir des offres adaptées à leurs besoins, d'autant plus crédibles qu'elles seront gérées par des sociétés de gestion de plus en plus spécialisées, même si elles restent affiliées à leurs réseaux de distributeurs.

NOTES

1. Cerulli Associates - The International Multimanager Marketplace - Report 2002.
2. Cerulli Associates - The International Multimanager Marketplace - Report 2003.
3. Feri Super Report, 31/10/2004.
4. Net Asset Of European Investment Funds (UCITS) - FEFSI - The State of European Industry at the End of December 2004.
5. McKinsey European and North American Asset Management surveys 2003 and 2004.
6. ZEW (Centre de recherche économique européen de Mannheim) - Rapport sur le marché unique des fonds en Europe - Mai 2003.
7. European Investor Focus 2002, Sector Analysis.
8. Cabinet Create - janvier 2004.
9. Étude Axeltis - juillet 2004.