

1997 : LA MUTATION DE LA GESTION DE CAPITAUX EN FRANCE

DE L'INTÉGRATION À L'INDÉPENDANCE ET DU MONOPOLE À LA CONCURRENCE

MONIQUE BOURVEN *

L'industrie française de la gestion d'actifs s'enorgueillit de sa position dans le monde. Il est vrai que la France détient, en termes de montants d'actifs gérés sous forme de SICAV et de FCP, la deuxième place derrière les Etats-Unis. Cependant, entre gestion « française » et gestion « anglo-saxonne », il existe des différences qui se reflètent très largement dans les images véhiculées par ces deux « modèles » : *spécificité et indépendance pour le modèle anglo-saxon, intégration à la banque et à l'assurance pour le modèle français.*

97

Un contraste qui résulte de fondements historiques différents

L'industrie française de la gestion de capitaux se caractérise, en 1997, par l'existence, à la fois, de plusieurs centaines de structures, toutes multi-métiers quelle que soit leur taille (banques, sociétés de gestion, sociétés d'assurances, sociétés de bourse) et de vingt groupes représentant de l'ordre de 90 % des actifs sous gestion. Ces groupes à compétences multiples sont des grands établissements bancaires universels ou des compagnies d'assurances, également de grande taille.

La gestion anglo-saxonne est, elle, pratiquée sous deux formes : soit par des structures qui, pour une fraction importante d'entre elles, sont totalement indépendantes d'autres activités bancaires ou financières — elles sont donc exclusivement des gestionnaires d'actifs — ; soit par des structures ayant, outre des activités de gestion de capitaux, des métiers proches de l'activité « titres » (conservation par exemple) ou « gestion privée ». L'activité de gestion pour compte de tiers est presque toujours filialisée pour la gestion collective (celle des *mutuals funds*) et pour la gestion institutionnelle sous mandat. Dans tous les cas, la gestion pour compte de tiers est, dans le modèle anglo-saxon, identifiée

* *Président, State Street Bank.*

depuis de nombreuses années comme un métier à part entière, ayant ses règles propres, ses organisations professionnelles, ses interlocuteurs privilégiés mais exigeants (les organismes de notations, les sociétés de consultants) et ses clients puissants : les fonds de pensions.

Ces deux modèles de développement d'un même métier résultent, à partir d'un même principe, d'une évolution historique très contrastée.

Le métier de gestion pour compte de tiers s'est en effet développé sur le principe selon lequel un gestionnaire d'actifs est un « producteur », qui vend son savoir-faire à ses clients au travers de produits de placement ou de mandats de gestion. Les règles de gestion, les objectifs de performance et, éventuellement, de risques, ont été définis par contrat entre le gestionnaire et son client, ceci dans un univers concurrentiel qui peut prendre des formes diverses, des plus simples (le démarchage) aux plus sophistiquées (les appels d'offres à concourir). Dans tous les cas, ce qui est déterminant dans la décision de retenir un gestionnaire plutôt qu'un autre, c'est le jugement plus ou moins formalisé qui peut être porté sur la capacité du « producteur » de gestion à obtenir les résultats recherchés, à déployer les moyens nécessaires au meilleur coût, etc.

Si ce principe est somme toute identique quelle que soit l'organisation dans laquelle la gestion d'actifs s'inscrit, la nature du client a, elle, un rôle déterminant. Le client peut être, soit en relation directe avec le gestionnaire, soit en relation indirecte par le biais du promoteur ou du distributeur des produits. Suivant le cas, le producteur de gestion revendiquera de façon plus ou moins affirmée sa spécificité et son indépendance : dans le premier cas, son client sera l'investisseur final ; dans le second cas, la notion de client est dédoublée entre, d'une part, celui qui passe le contrat (le promoteur), d'autre part, celui qui bénéficie des résultats de la gestion (l'investisseur). On perçoit, à la lumière de cette distinction, que *les fondements du métier de gestion pour compte de tiers ont été très différents en France et, d'une certaine façon, en Europe continentale — où la gestion d'actifs est née dans la banque pour les besoins de la banque — et dans des pays tels que les États-Unis ou la Grande-Bretagne — où la gestion d'actifs est née, hors de la banque, du marché pour l'investisseur.*

En France, une gestion d'actifs au service de ses promoteurs...

De la fin de la Seconde guerre mondiale aux années 1980, les Français ont d'abord épargné pour financer leurs habitations principales ; ils se sont parallèlement « bancarisés », déposant leurs avoirs sous forme d'épargne liquide, souvent non rémunérée, dans des établissements bancaires ou de dépôts (banques, Crédit agricole, Crédit mutuel, Caisses d'Épargne, La Poste). Ces établissements, garants de la sécurité des placements, ont déployé beaucoup de moyens, de talents et tout leur

réseau de guichets et de commerciaux pour attirer une matière première que, pour la plupart d'entre eux, ils pouvaient intermédiaire en crédits. Cette matière première, « les dépôts qui font les crédits », fut investie dans des comptes sur livrets, plans rémunérés, bons à terme placés en obligations de l'établissement, etc., toujours assortis de rémunérations à taux fixes et administrés.

Un jour vinrent les marchés ! Une partie de l'épargne bancaire fut alors désintermédiée et conduite vers les marchés financiers au travers des SICAV monétaires et « Monory », des plans d'épargne-retraite ou des contrats d'assurance vie. Les gestionnaires de dépôts d'épargne furent « invités », par une fiscalité adaptée, à faire dériver une partie des placements de leurs clients vers le financement direct de l'Etat français (premier émetteur d'obligations et, par les opérations de privatisation, premier fournisseur de mises de titres sur le marché).

Ce jour-là naquit en France la gestion de capitaux intégrée à la banque et à l'assurance. Cette gestion s'est développée en satisfaisant les besoins des promoteurs d'OPCVM ou de produits d'assurance vie, c'est-à-dire les besoins des banquiers et des assureurs soucieux de conserver dans leurs comptes les dépôts, désormais désintermédiés, de leur clientèle de personnes physiques ou d'entreprises.

Ainsi, il apparaît clairement que les premiers clients finaux de la gestion pour compte de tiers furent, en France, les structures bancaires, financières ou d'assurances, créatrices et promoteurs des produits, plutôt que le client bénéficiaire de ces nouveaux produits de placement. Ce dernier se transforma en investisseur indirect sur les marchés financiers, non par besoin ou par une volonté consciente, mais pour retrouver une rémunération qui, dans son esprit, restait « garantie » par le banquier ou l'assureur. Pour faire face à l'évolution de leurs besoins et répondre à celles du marché, les banques et les compagnies d'assurance se dotèrent de structures de gestion d'actifs. Ces structures apparurent, au moins dans un premier temps, exclusivement dédiées à la gestion des produits de l'établissement, soucieuses certes du respect des réglementations générales et d'appel public à l'épargne, mais nullement engagées par des délégations qui auraient été données par des clients.

99

Des forces... et une faiblesse : les conflits d'intérêt

Dans l'actuel paysage concurrentiel, les caractéristiques des modèles d'organisation des gestions française et anglo-saxonne ne sont pas toutes en défaveur de la première. Quatre critères clés permettent d'évaluer le caractère compétitif d'un gestionnaire d'actifs sur le marché international : la taille et le *rating* des établissements gestionnaires, la capacité à présenter des historiques de résultats pertinents, les coûts et,

enfin, les structures juridiques dédiées à la gestion d'actifs. L'appréciation que l'on peut porter sur la gestion française est, à l'aune des trois premiers critères, positive ou neutre. Le quatrième critère est, en revanche, un véritable obstacle pour prétendre être un acteur de la gestion d'actifs, hors de son propre territoire — géographique ou de clientèle — aujourd'hui, demain sur ce territoire lui-même.

S'agissant du premier critère, la taille et le *rating* des établissements gestionnaires, la gestion française paraît bien située dans la compétition, du fait de la surface financière des grandes institutions qui en constituent la part majoritaire. Cependant, ce qui est vrai pour ces grands groupes ne peut être généralisé à l'ensemble des structures, ce que plusieurs exemples récents ont démontré.

Sur le deuxième critère — la capacité à présenter des historiques de résultats pertinents —, la position des acteurs français est forte en matière de gestion d'actions françaises et de produits de taux. Ce point résulte de l'appartenance de la gestion à des groupes bancaires ayant de puissants réseaux de distribution, et au développement fiscalement favorisé en France de l'assurance vie. Pour les mêmes raisons, les références de la gestion française en matière d'actions internationales sont beaucoup plus limitées.

100

Le troisième critère, celui des coûts, est également favorable à la gestion française. Dans ce domaine, la compétitivité de la gestion française résulte aussi de raisons historiques, i.e. son développement sur des produits de taux et dans un univers de métiers non cloisonnés. La gestion est, de ce fait, tarifée aujourd'hui à des coûts peu élevés. Ces tarifs paraissent, dans certains cas, insuffisants pour asseoir les investissements indispensables à l'acquisition d'une taille internationale et des références supplémentaires et, en tout état de cause, les coûts sont sans doute insuffisamment connus du fait de l'enchevêtrement des métiers et des intérêts.

Sur le quatrième critère — les structures juridiques dédiées à la gestion d'actifs, ce qui inclut les moyens (humains et matériels) qui lui sont alloués de façon pérenne, les procédures en vigueur, la déontologie, etc. —, la gestion française est à l'évidence mal positionnée. La France se caractérise à cet égard par l'absence de structures séparées et une compétence multi-métiers des établissements gestionnaires. *Ainsi, dans l'organisation qui prévaut majoritairement en France, 90 % de la gestion d'actifs pour compte de tiers est en conflit d'intérêt potentiel.*

Des conflits d'intérêts de diverses natures

En dépit des efforts faits, la gestion d'actifs intégrée aux autres métiers de la banque est obligatoirement confrontée à des risques de

conflits d'intérêts, puisque plusieurs métiers associés cohabitent, en règle générale sous une même autorité. Les conflits d'intérêt potentiels sont multiples. On peut cependant les regrouper en trois grandes catégories — stratégiques, économiques et déontologiques — et dégager succinctement leurs possibles effets négatifs pour les établissements gestionnaires ou les clients.

Les conflits de nature stratégique peuvent s'analyser comme des conflits de concurrence interne. Ils résultent très directement de la relation, décrite précédemment, entre la structure de gestion d'actifs et son client, le promoteur. Il est clair, en effet, que les produits d'épargne à base de valeurs mobilières dits dans la banque « hors bilan » (c'est-à-dire non intermédiés par la banque elle-même, mais par le marché) sont concurrents des produits bancaires traditionnels de bilan. Cette concurrence implique d'inévitables politiques de *stop and go* pour rééquilibrer, à certains moments, le poids des collectes entre ressources bancaires et non bancaires, ainsi que les structures de bilan et les comptes d'exploitation. Cette stratégie du promoteur n'est pas en elle-même dommageable au client dont l'épargne est investie dans des produits gérés par les services de gestion de ce dernier, jusqu'au moment où elle se traduit par des réallocations de moyens, des modifications dans les rémunérations des réseaux de vente et de conseils, des ajustements tarifaires sur les produits. Le poids du promoteur et de ses besoins stratégiques peut alors clairement influencer sur ses priorités, donc affecter l'équilibre entre les métiers de sa structure et, de ce fait, affecter les résultats de la gestion, soit directement, soit relativement à ce qu'ils auraient pu être. Dans ce dernier cas, l'écart est bien sûr très difficilement mesurable.

Les conflits de type économique peuvent naître de l'existence de capacités multi-métiers dans une organisation unique et de la tentation, parfois légitimée par de bonnes raisons, de bénéficier d'une intégration de ces métiers. Une des illustrations les plus classiques de ce type de conflits est fournie par les activités des établissements sur le marché primaire. Les équipes qui opèrent sur le marché primaire peuvent bénéficier de l'appui des forces de placement de leur établissement, ce qui leur permet de s'assurer que le « papier » pris en garantie sera placé auprès des clients. Comment envisager que ces établissements n'intègrent pas dans leur potentiel de placement les portefeuilles dont ils assurent par ailleurs la gestion ? Il est vrai que, dans la plupart des organisations, on veille à l'indépendance du gérant (cf. infra) ; sa décision de souscrire ou de ne pas souscrire à des émissions « maison », ou garanties et placées par elle, est respectée. Il est vrai aussi que, dans la majorité des cas, il n'est pas dommageable, pour le gérant, de souscrire à une émission qui implique la banque à la fois en tant que garant, placeur ou émetteur. Cependant, le conflit potentiel existe toujours,

comme il existe vis-à-vis d'autres métiers bancaires comme l'intermédiation. Dans ce dernier domaine, le conflit potentiel concerne d'abord la transparence : transparence des coûts appliqués à une prestation de gestion et, plus encore, transparence des recettes indirectes induites par le fait de posséder des avoirs en gestion pour le compte de clients. Ces recettes peuvent recouvrir non seulement les commissions de garantie ou de placement vues ci-dessus, mais aussi des coûts de transaction, des rétrocessions de commissions, des commissions de change, des recettes issues des crédits, etc. Ainsi, plus l'établissement gestionnaire est multi-capacitaire, plus il est nécessaire de pouvoir démontrer et chiffrer ses coûts, mais surtout ses sources de recettes, ce qui n'est ni facile ni courant !

La troisième catégorie de conflits concerne le respect de la déontologie, et tout ce qui garantit au client le meilleur traitement possible, en particulier en matière d'ordres passés pour ses portefeuilles, qu'il s'agisse de gestion individuelle ou collective. En effet, dans un groupe multi-capacitaire, un portefeuille géré peut se trouver en concurrence, non seulement avec d'autres portefeuilles de clients, voire avec le portefeuille des personnels eux-mêmes, mais aussi avec le portefeuille propre de l'établissement financier. Ceci peut, par exemple, être le cas lors de l'application du bénéfice d'un ordre de vente ou d'achat au meilleur prix obtenu d'une contrepartie. Tous ces risques peuvent être supprimés par l'application stricte et la surveillance de règles de déontologie concernant les opérations personnelles des gérants, par la définition de procédures rigoureuses de pré-affectation des ordres pour tous types de portefeuilles et de clients, etc. Mais, quelles que soient les procédures mises en place et les précautions prises, il est difficile d'éviter de fortes suspicions de « déficit déontologique » lorsque des établissements ont regroupés sous une même autorité, une même organisation, voire un même lieu, des moyens matériels et humains de gestion financière, les uns destinés à la gestion du portefeuille de la banque, les autres destinés à la gestion des portefeuilles des clients, ceci sous le motif d'efficacité et de rapprochement des compétences et des métiers.

Tous ces conflits peuvent certes être évités. Une activité de gestion d'actifs indépendante des autres métiers et des pressions stratégiques et économiques, a pu être construite dans des groupes intégrés — sans qu'il y ait, pour autant, création de structures juridiques spécialisées. Ceci dépend de la volonté des responsables d'identifier ce métier et, en conséquence, de mettre en place des règles qui transcendent une organisation purement tournée vers l'optimisation des moyens financiers, matériels et humains. Notons cependant que cette orientation ne peut être prise qu'au plus haut niveau de la hiérarchie d'un établissement, notamment car les responsables de la gestion d'actifs se situent, dans un

groupe, à un niveau souvent décalé de leurs responsabilités juridiques, par exemple, dans les SICAV où ils sont mandataires sociaux.

Une évolution des esprits et des structures

La mise en œuvre du titre I de la loi de juillet 1996 « portant modernisation des activités financières » donne lieu, depuis la fin de l'année dernière, à la présentation auprès de la commission des opérations de Bourse, de nombreuses demandes d'agrément de sociétés de gestion (SGP) pour compte de tiers et de sociétés pour gestion d'OPCVM. Il s'agit donc de demandes d'agrément de structures dédiées à ce métier, qui possèdent des organes de direction propres, ainsi que des moyens humains et matériels distincts de ceux qui peuvent exister pour exercer d'autres activités de gestion — par exemple, pour compte propre — dans la société mère, qu'elle soit banque ou maison de titres.

Cette procédure conduit certains grands groupes financiers à une révision complète de leurs structures en charge de ces activités, en particulier en les filialisant et en les identifiant clairement comme métier de gestion (et, pour bien marquer la rupture avec le passé, en empruntant au vocabulaire anglo-saxon leurs nouvelles identités et raisons sociales !).

Après d'autres événements qui, en 1996, ont rythmé la vie d'une profession qui commence seulement à s'organiser en France — comme l'élaboration du code de déontologie ASFFI ou la commission La Martinière —, ces évolutions sont, à l'évidence, l'occasion de poser et de reconnaître, pour la première fois en France, au moins entre professionnels, les principes qui doivent présider à l'organisation de notre métier. Parmi ces principes, figure avant tout la nécessité d'indépendance, indispensable pour que ce métier soit exercé au mieux des intérêts du client, en évitant que ce dernier se trouve en conflit avec d'autres clients ou d'autres métiers.

103

Une évolution rapide de la perception de la compétition internationale et surtout nationale

Ainsi, transparence, murailles de Chine, séparation des moyens humains et matériels et des responsabilités, sont aujourd'hui fréquemment invoqués, afin que l'industrie française de la gestion d'actifs puisse afficher des ambitions et une taille internationales.

Cette nouvelle approche assez volontariste tient de la remise en ordre. Elle est le résultat d'une réflexion de la profession sur son positionnement face à la mondialisation du marché final de la gestion d'actifs, mondialisation dont il apparaît désormais que ses effets pour-

raient se répercuter sur le marché intérieur et, peut-être, sur les positions des principaux acteurs. Si, dans les dernières années, il a pu sembler peu prioritaire à l'industrie française de la gestion d'actifs de se mettre en adéquation avec des « standards » reconnus au plan international pour conquérir des clientèles hors de l'Hexagone, il semble qu'elle considère désormais urgent et indispensable de le faire, sous peine de perdre des parts de marché, non seulement à l'étranger mais aussi en France, terrain jusqu'à présent à l'abri de la concurrence internationale. Pourquoi cette prise de conscience aujourd'hui ?

Deux événements sont à l'origine, sinon de cette crainte, du moins de cette perception d'un danger potentiel : d'une part, la transformation prévisible du paysage financier européen avec l'avènement de la monnaie unique, d'autre part, l'observation des stratégies d'expansion des grands gestionnaires internationaux d'actifs.

En premier lieu, l'euro va assez radicalement changer, dans les différents pays qui y participeront, les conditions d'exercice de la profession de gestionnaire de capitaux : élargissement du marché, disparition du risque de change, harmonisation des législations et de la fiscalité, libre prestation de services sont autant de facteurs de développement du marché mais aussi d'exacerbation de la concurrence.

En second lieu, les grands gestionnaires internationaux d'actifs développent désormais des stratégies d'expansion mondiale, qui se traduisent par la recherche d'une présence locale de plus en plus significative (par implantations, acquisitions, partenariats ou commercialisation de produits). Dans ce contexte, l'attraction pour le nouvel espace européen en construction ne peut qu'être forte, et l'Europe un des terrains privilégiés de mise en œuvre de ces stratégies de conquête. Les faiblesses des acteurs en lice pouvant, dans ce cadre, être exploitées sur leurs propres territoires historiques, il était urgent d'en faire le constat.

Une indépendance accrue des clientèles

Les points faibles actuels de la gestion française sont donc issus de son histoire, mais cette histoire a permis son développement et l'acquisition de sa force. Dans un nouveau contexte, la gestion française — qui a la taille pour au moins compter en Europe — doit aujourd'hui mettre en cause son « modèle » et séparer clairement la gestion d'actifs pour compte de tiers des activités ayant des intérêts conflictuels avec elle.

C'est cette prise de conscience de la part des autorités et des professionnels, qui a conduit aux propositions de la profession comme aux récents textes législatifs, aux nouvelles procédures d'agrément comme aux réorganisations internes dans nombre d'établissements.

Pendant, compte tenu de l'intégration de ce métier dans les organi-

sations existantes, compte tenu des enjeux économiques, humains, matériels et culturels induits par cette nouvelle approche, il serait illusoire de penser que cette transformation peut être générale et complète dans la forme comme dans l'esprit ! Illusoire d'envisager que toutes les organisations françaises aujourd'hui gestionnaires d'actifs, quelque soit leur taille, leurs moyens ou leur stratégie, vont réformer en profondeur, non seulement leurs structures (ceci sera juridiquement fait) mais aussi les conditions d'exercice du métier pour se conformer à des règles du jeu, jugées indispensables par les leaders du marché à leur entrée dans la compétition internationale. Tous seront appelés mais tous ne seront pas élus !

Après la mise en place de l'euro, il existera sans doute une industrie européenne de la gestion d'actifs, dans laquelle quelques grandes institutions françaises trouveront place : celles ayant acquis par le passé la taille, la notoriété et les moyens financiers d'un élargissement de leur savoir-faire, et réalisé la mise à niveau de leurs règles internes de fonctionnement. Elles seront, au travers de leurs filiales spécialisées, en compétition avec des gestionnaires anglo-saxons sur les grands appels d'offres nationaux et internationaux des investisseurs institutionnels. Parallèlement à cette conquête de nouveaux clients, ces institutions auront à défendre leurs parts du marché local.

Les institutionnels locaux seront de plus en plus indépendants des groupes financiers partenaires. Même si elle s'opère lentement, la montée en puissance des fonds de pension fera de cette indépendance la règle du jeu, et des relations contractuelles directes entre gestionnaire financier et client, la norme. Dans le même temps, les épargnants individuels français seront sollicités par une concurrence venue d'ailleurs (européenne et/ou anglo-saxonne), soit implantée localement, soit démarchant par vente directe. La concurrence sera accentuée par le développement des médias spécialisés et des nouveaux modes de communication. Ceci ne peut qu'accroître les exigences des clients en matière de transparence des performances et des tarifications, en matière d'information et d'innovation, etc. Enfin, l'exclusivité des réseaux de distribution envers les produits gérés ou conçus par un établissement devrait être quelque peu battue en brèche, certains de ces réseaux pouvant être tentés de s'ouvrir à la diversification des offres ; parallèlement, des distributeurs *discounters* offriront des canaux de diffusion ouverts à tous.

Tous ces changements seront progressifs, mais tous sont déjà en gestation !