

LES NOUVELLES FORMES DE GESTION DE L'ÉPARGNE : LE CADRE FINANCIER

JEAN-PAUL LAURENT * 1

La gestion de l'épargne est le processus par lequel les agents économiques ayant des capacités de financement allouent des ressources aux agents économiques ayant des besoins de financement. Après avoir rappelé les grandes caractéristiques de la gestion de l'épargne, nous discutons de quelques déterminants et constituants des processus de gestion de l'épargne : le développement d'une industrie des risques, la technologie (informatique, télécommunications), l'information des investisseurs, le contrôle de la gestion des fonds, la concurrence et la réglementation et enfin l'évolution des frontières des entreprises et des métiers liés à la gestion de l'épargne.

57

La gestion de l'épargne : un système complexe

La gestion de l'épargne est un processus familier mais néanmoins complexe car il fait intervenir de nombreux acteurs, une grande variété de produits financiers et d'opérations de gestion. Son importance dans l'économie nous amène à s'interroger sur son fonctionnement et son efficacité.

Ce processus peut être réalisé de manière directe, comme c'est le cas de l'épargne de proximité, des prêts familiaux, d'une prise de participation dans la SARL d'un ami. Le plus souvent, le processus de gestion fait intervenir des intermédiaires et il existe dès lors une certaine distance entre l'agent économique disposant des fonds et celui qui en bénéficie. Il existe de nombreux types d'intermédiaires facilitant à un titre ou à un autre la gestion de l'épargne : banques, compagnies d'assurances, Bourses de valeurs, marchés à terme, sociétés de gestion de portefeuilles, fonds de pension, courtiers, mais aussi des prestataires de services qui, s'ils ne participent pas à l'échange, le facilitent : agences de notation, cabinets d'actuaire, d'analyse financière, *trustees*, voire la presse financière ou les départements de recherche financière de certaines universi-

* Centre de Recherche en Economie et Statistiques (CREST).

1. L'auteur remercie J. Brisac et V. Metz pour leurs commentaires.

tés. Le statut juridique ou fiscal et les réglementations prudentielles qui s'appliquent à ces intermédiaires varient de manière notable, selon les pays, au cours du temps et l'on peut avoir le sentiment d'être en face d'un véritable maquis, mais l'internationalisation des économies va de pair avec une certaine harmonisation.

Quand les emplois en actifs financiers excèdent les ressources, un agent économique dispose d'une capacité de financement (nette). Du point de vue de la gestion de l'épargne, il est utile de distinguer la capacité de placement, c'est-à-dire les emplois en actifs financiers. Traditionnellement les ménages disposent de capacités de placement (et de financement), mais avec des fluctuations importantes selon les pays, l'âge ou le revenu du ménage. Les agents économiques ayant des besoins de financement sont traditionnellement les entreprises², mais cela peut aussi être des ménages en phase d'acquisition d'immobilier ou ayant recours au crédit à la consommation. Un ménage ou une entreprise peuvent très bien être endettés tout en ayant à gérer des actifs financiers. Les sociétés commerciales issues de la grande distribution, voire des entreprises plus traditionnelles, placent sur les marchés financiers une partie de leur trésorerie ou leurs revenus non distribués et non réinvestis dans leur activité traditionnelle. Un intermédiaire financier qui collecte de l'épargne et qui a en charge sa gestion (cas de gestion déléguée) se retrouve avec une capacité de placement comme un particulier qui achète des actions ou des obligations en direct.

Quand on considère la gestion de l'épargne, on parle fréquemment à la fois de la gestion des stocks d'épargne et de celle des flux d'épargne. Remarquons que l'appréhension des flux d'épargne est souvent réalisée à un niveau très agrégé et peut masquer certains comportements importants. A titre d'exemple, une année donnée, les ménages peuvent souscrire peu aux augmentations de capital. Mais pour analyser leur demande d'actions, il faut prendre en compte les transferts réalisés pendant la même période sur leurs comptes de titres, entre les actions et les autres catégories d'actifs financiers. Cet exemple met également en évidence que, si des flux monétaires apparaissent dans les opérations d'épargne, la nature des actifs financiers a également une grande importance : un franc investi en actions n'est pas équivalent à un franc investi en obligations, en dépôts bancaires, en parts de SICAV, en contrats d'assurance-vie. La variété des actifs financiers n'est pas moins grande aujourd'hui que celle des intermédiaires financiers. Le temps est loin où la gamme des placements se limitait à quelques obligations d'Etat, quelques actions et des dépôts bancaires. Les marchés internationaux sont devenus plus facilement accessibles, il est possible d'investir en

2. Ceci dépend bien sûr de la conjoncture économique. Il peut y avoir des situations où les profits sont élevés et les investissements faibles.

obligations de toutes maturités, dans des crédits (via les fonds communs de créances), de nombreux produits présentent des garanties et des clauses optionnelles, la gestion indiciaire s'est développée et si la pierre-papier a connu quelques difficultés, elle reste une alternative intéressante à l'acquisition en direct.

La gestion de l'épargne concerne l'ensemble des mécanismes d'information, de conseil, d'allocation des actifs, d'achat/vente, de couverture des risques, de suivi des performances, de conservation des titres qui sont mis à disposition des agents économiques. Si l'on considère la variété des actifs financiers, des opérations qui entrent en jeu dans la gestion de ces actifs et des acteurs qui interviennent directement ou indirectement dans la gestion de l'épargne, on conçoit qu'un système de gestion de l'épargne est particulièrement complexe. On peut naturellement s'interroger sur l'efficacité d'un tel système, sur la quantité et la qualité des services rendus à l'économie rapportées aux ressources consommées par le système de gestion de l'épargne. On peut d'ailleurs imaginer ce que serait un système idéal de gestion de l'épargne à la lumière des constructions de l'économie théorique. Dans un tel système, chaque individu pourrait transférer de la richesse dans tous les états du monde et ainsi s'assurer contre tous les aléas ; les prix de marché des actifs financiers seraient le reflet fidèle de la valeur fondamentale des actifs et transmettraient aux investisseurs toutes les informations utiles ; les marchés financiers permettraient instantanément de sélectionner les projets d'investissement les plus rentables en regard de leur risque, tout projet d'investissement créateur de valeur trouverait aussitôt son financement ; tout ceci se ferait à un coût nul, il n'y aurait ni frais de transaction, ni droits d'entrée, droits de garde, courtages et autres commissions. Accessoirement, il n'y aurait plus d'intermédiaires financiers car ceux-ci n'auraient plus d'utilité...

L'efficacité des systèmes de gestion de l'épargne est évidemment un enjeu important pour la santé d'une économie, pour les épargnants et pour les entreprises. C'est aussi un enjeu en soi, vu les ressources consommées (ressources humaines, informatique, télécommunications). C'est également un enjeu stratégique car la gestion de l'épargne est liée à la problématique du contrôle : contrôle des entreprises privées et structure du capitalisme, disponibilité ou rationnement du crédit, endettements publics.

De l'intermédiation des financements à l'industrie de la gestion des risques

L'apparition d'une industrie de la gestion et du transfert des risques est une caractéristique essentielle de l'évolution financière depuis trente

ans. Le développement de cette industrie n'est pas sans effets sur l'économie en général et sur la gestion de l'épargne en particulier : les marchés de produits dérivés facilitent la gestion de l'épargne en permettant une meilleure allocation des risques, en facilitant la création de nouveaux produits structurés et la connaissance des prix de revient.

Très schématiquement, on peut considérer qu'on a évolué d'une intermédiation des financements à une intermédiation des risques. La plupart des contrats financiers traditionnels (actions, obligations, dépôts, crédits) ont une fonction de financement puisqu'ils permettent de transférer des fonds (d'un créancier vers un débiteur) dès leur date de négociation. Les produits dérivés permettent quant à eux d'échanger des risques sans introduire de notion de financement (ce qui leur vaut leur appellation de « produits virtuels »). Ces produits dérivés peuvent être négociés sur des marchés organisés et standardisés (marchés à terme et d'options sur actions, devises, obligations, indices boursiers, matières premières et agricoles...) ou sur des marchés de gré à gré (contrats d'échange de taux d'intérêt, d'options sur mesure, change à terme). Au contraire des marchés organisés, les marchés de gré à gré sont décentralisés et la plupart des contrats sont noués avec des intermédiaires financiers qui se portent contrepartie. Les produits dérivés, en particulier les produits de gré à gré, sont souvent négociés sur des marchés de gros peu accessibles aux particuliers (il y a quelques exceptions notables comme le MONEP). Outre leur caractère virtuel, ils sont donc peu visibles du grand public.

Les marchés de produits dérivés tendent à devenir un lieu central pour l'intermédiation et le transfert des risques. Les marges associées à l'achat/vente de ces produits sont faibles car le risque de défaut, quoique présent, est réduit du fait de l'absence de financement. En outre, ces produits sont souvent standardisés, ce qui contribue à faciliter les opérations de transfert de risque. Ainsi, il est moins coûteux pour un gérant obligataire de se couvrir avec le contrat notionnel du MATIF que de revendre et de racheter une obligation peu liquide. Ces marchés permettent aux agents et notamment aux sociétés de gestion de portefeuille de transférer plus facilement les risques qu'elles ne souhaitent pas assumer. Le risque tend à se localiser vers ceux qui ont moins d'aversion au risque et vers ceux qui ont le plus de capacité à le maîtriser. Au total, le processus de gestion de l'épargne en est facilité.

Outre leur contribution à l'amélioration de la capacité de gestion et d'absorption des risques par les marchés financiers, les marchés de produits dérivés ont facilité la mise à disposition des épargnants de nouveaux produits. La palette de produits de gestion s'est notablement élargie. Les produits dérivés peuvent être liés à des contrats financiers plus traditionnels, autorisant alors la modification d'un profil de risque

d'une SICAV, la fabrication de produits d'épargne structurés dont le montant promis est, par exemple, lié contractuellement à certains indices boursiers. On a vu apparaître des contrats dont les paiements sont spécifiques à la réalisation de tel ou tel événement : le fait par exemple qu'un indice boursier soit inférieur à un certain seuil peut déclencher le paiement d'une somme contractuellement définie. L'ensemble des opportunités d'investissement s'est accru. Les produits dérivés apparaissent de plus en plus comme des briques élémentaires qu'il est possible d'assembler pour obtenir des produits de placement aux caractéristiques souhaitées ; d'où d'ailleurs la terminologie de « finance des particules » parfois employée pour caractériser la situation actuelle.

On peut également noter que la décomposition des produits de placement en constituants plus élémentaires met en évidence la notion de coût de production : le coût total de fabrication d'un produit d'épargne est la somme des coûts de ses constituants. Ainsi se développe peu à peu une analyse des garanties financières contre les risques que les établissements financiers et les compagnies d'assurances octroient à leurs clients (ce qu'on appelle aussi les « options cachées »). Par exemple, les contrats d'assurance-vie en francs font bénéficier les souscripteurs de clauses de rachat qui peuvent se révéler très favorables en cas de hausse des taux d'intérêt. Le développement de marchés secondaires d'options longues de taux d'intérêt permet alors d'améliorer la connaissance du coût de telles garanties, car ils fournissent des étalons de valeur.

Remarquons enfin que cette évolution est pour une bonne part la conséquence des progrès conceptuels faits dans l'évaluation et la couverture des profils de risque non linéaires (dont les options sont le prototype).

La technologie

Que ce soit sur les marchés financiers de gros ou dans la distribution au détail de produits financiers, les technologies des télécommunications et de l'information sont omniprésentes. De ce fait, les coûts en matière de diffusion d'information ou d'exécution des ordres tendent à diminuer. Mais la technologie absorbe également des ressources importantes et favorise l'émergence de prestataires de services qui apportent un support logistique aux intermédiaires financiers.

Les technologies des télécommunications permettent aux salles de marché des banques de transférer des positions et des portefeuilles selon les fuseaux horaires, autorisent la diffusion au niveau mondial et en temps réel d'informations sur les fourchettes de prix. Les systèmes d'information des intermédiaires financiers permettent d'archiver de

nombreuses positions, de réévaluer les portefeuilles, de procéder aux enregistrements comptables, de fournir de nombreux états concernant les risques des portefeuilles, voire de créer de manière très rapide de nouveaux produits avec leurs chaînes de traitement. C'est aussi la technologie qui permet le développement de marchés électroniques plus performants (par exemple le Nouveau Système de Cotation à Paris). Les sociétés de gestion bénéficient également des évolutions de l'informatique pour le suivi des ordres, des portefeuilles, des comptes de titres. La modélisation des risques, leur simulation, l'optimisation des configurations de produits contribue à une utilisation accrue des technologies de l'information. A titre d'exemple, malgré les progrès des méthodes numériques d'évaluation d'options complexes et l'augmentation de la puissance de calcul des micro-ordinateurs ou des stations de travail, de plus en plus d'établissements financiers envisagent l'acquisition de matériels informatiques qui restaient jusqu'à peu du domaine de la recherche ou de l'industrie.

L'importance de la technologie est tout aussi visible sur le marché des particuliers. Ainsi, le téléphone, le Minitel, le Web sont-ils aujourd'hui des canaux pour suivre des cours boursiers, acheter des parts de SICAV ou des titres en direct, se tenir informé de la valorisation de ses portefeuilles. Même si le phénomène reste marginal en France, la conjonction d'un équipement accru des ménages en micro-ordinateurs et leur connexion directe ou indirecte à Internet favorise le développement rapide des logiciels de gestion personnelle. Que ce soit pour la gestion de trésorerie ou de valeurs mobilières, on peut envisager une rationalisation de la gestion des ménages, à l'image de ce qu'on a pu voir pour les entreprises. Certains prospectivistes de Bankers Trust prévoient l'avènement en l'an 2020 de « comptes patrimoniaux », chaque individu disposant en temps réel de ses états patrimoniaux et pouvant instantanément réaliser des arbitrages sur ses portefeuilles. Mervin King, de la Banque d'Angleterre, prévoit que les progrès de la technologie dans les transferts de compte à compte entraîneront la « disparition de la monnaie » (il ne s'agit pas ici de la disparition des monnaies nationales...) au profit des placements à court terme sur les marchés.

En revanche, les coûts induits, que ce soit en termes d'achat de matériels, de prestations de services, d'adaptation des organisations, sont considérables. On peut aujourd'hui envisager, à partir de la terrasse d'un café, de suivre les « news » de Reuters sur l'écran à cristaux liquides de son portable, d'appeler le bon numéro de téléphone pour exécuter en direct un ordre à cours limité sur le Nouveau Système de Cotation (à moins qu'on ne laisse son micro-ordinateur se charger de ces opérations) et de recevoir quelques minutes plus tard un nouvel état de ses comptes patrimoniaux. Si les avancées conceptuelles peuvent être

rapides, leur traduction industrielle est probablement beaucoup plus lente ainsi que le montre le développement de la télévision numérique. Les délais entre le moment où l'on peut faire fonctionner une nouvelle technique en laboratoire, celui où quelques passionnés de technologie l'utilisent et celui de sa diffusion auprès du grand public sont parfois plus longs qu'on ne l'imaginait au départ.

Aussi bien sur les marchés des particuliers que dans le domaine de la gestion institutionnelle, le développement de la technologie se traduit par l'émergence de nouveaux acteurs, prestataires de services de télécommunications, gestionnaires de réseaux, fournisseurs de logiciels de gestion financière ; parallèlement on assiste à un accroissement des charges liées aux développements internes effectués par les intermédiaires financiers.

Au total, la technologie facilite la diffusion de l'information financière, permet de réaliser des transactions à moindre coût, décloisonne les marchés et tend à rendre l'épargne plus mobile et plus performante.

L'information

Il n'est pas d'allocation efficace de l'épargne sans production d'informations financières. Ceci est d'autant plus important aujourd'hui que les vecteurs d'investissement sont internationaux et complexes, que de nombreux intermédiaires interviennent dans les processus de gestion et que la variété des investisseurs s'est accrue. Comment faire pour qu'un gérant japonais puisse apprécier le cours d'une action brésilienne (problématique de l'évaluation des titres), pour qu'un futur retraité américain ou ses mandataires suivent la performance des fonds placés chez un spécialiste anglais de la gestion des fonds de pension (problématique du suivi des performances des fonds).

Diverses institutions ou mécanismes favorisent l'évaluation des titres : les réglementations comptables et relatives à l'émission des titres, les agences de notation et les cabinets d'analyse financière, les diffuseurs d'information et les établissements financiers eux-mêmes avec leurs équipes d'analyse financière intégrées. Il y a aujourd'hui une forte pression pour une harmonisation des règles relatives à la comptabilité et à la publication des résultats et pour un accroissement de l'information diffusée (notamment sur les produits de hors bilan, lors d'opérations financières). Ceci a pour cause la demande des investisseurs internationaux, l'action des autorités de régulation et les cotations des entreprises sur plusieurs Bourses. Cette harmonisation se heurte à un certain nombre de particularismes nationaux. De ce fait, malgré les redressements effectués par les analystes, les comparaisons entre les actions de sociétés du même secteur sont parfois ardues.

Les agences de notation (Moody's, Standard and Poors, IBCA, etc.) ont vu leur importance croître considérablement dès qu'il y a appel public à l'épargne et cherchent actuellement à étendre leur champ d'investigations. Ces agences sont amenées à effectuer des audits approfondis des émetteurs, souvent sur la base d'informations non publiques et effectuent ainsi un précieux travail d'analyse pour le compte des investisseurs.

Les vingt dernières années ont vu un développement considérable du rôle des diffuseurs d'information en ligne (Reuters, Bloomberg, Telerate, Datastream, Fininfo, etc.). D'une retransmission d'information relativement passive, ces services tendent à évoluer vers la prestation de services à valeur ajoutée et à s'associer avec des cabinets d'analyse financière. Ceci vient compléter les services de conseil offerts par les établissements financiers actifs dans le domaine du courtage et de la vente de valeurs mobilières. Comme l'ont analysé Grossman et Stiglitz, le marché de l'information financière est menacé par le phénomène du passager clandestin : si les analystes font un travail efficace d'évaluation des titres, pourquoi donc un investisseur irait-il rémunérer leurs services puisqu'il lui suffit alors de faire confiance aux prix de négociation des titres sur les marchés financiers ?

64

Vu l'importance de la gestion déléguée, le suivi des performances des divers fonds de valeurs mobilières est devenu une problématique centrale de la gestion, que ce soit pour les fonds ouverts aux particuliers ou aux investisseurs institutionnels.

En ce qui concerne les fonds ouverts à l'épargne des particuliers, la réglementation prudentielle, comptable et fiscale joue un rôle primordial, car c'est elle qui va définir la nature et les modalités de fabrication des informations (par exemple les méthodes de revalorisation des actifs) qui doivent être obligatoirement transmises aux souscripteurs des fonds. De ce point de vue, la réglementation favorise l'apparition de normes contractuelles et de standards de gestion, ce qui simplifie la vie des épargnants et facilite la souscription de produits de placement. Par ailleurs, les métiers de conseil en gestion de portefeuilles tendent peu à peu à s'affranchir des liens financiers (rétrocessions de commissions) avec les fabricants de produits de placement pour les particuliers. Cette indépendance est évidemment de nature à améliorer la qualité de l'information des épargnants.

Dans le domaine de la gestion institutionnelle, plusieurs éléments facilitent la mesure et la comparaison des performances :

- la généralisation d'un certain nombre de normes précises et communes relatives à la communication des performances et aux politiques de gestion (la certification), ce qui facilite les comparaisons ;
- le développement de fonds purs et spécialisés sur certains mar-

chés, fournissant des historiques de performances, et dont les objectifs de gestion (*benchmarks*) sont précisément définis ;

— le rôle plus important joué par les cabinets d'actuaire dans l'évaluation détaillée de la performance, dans la sélection des meilleurs fonds, dans le repérage des points forts des différents gestionnaires (allocation, sélection des titres, choix des dates d'intervention, compétence géographique ou sectorielle).

Malgré tous ces progrès, l'investisseur, qu'il soit particulier ou institutionnel, se trouve difficilement capable de choisir a priori les fonds les plus performants (en regard de leur risque). En principe, la sélection naturelle devrait éliminer les fonds et les gérants peu performants. Nous allons voir que cet argument peut être contesté et qu'il est en pratique difficile de sélectionner les fonds gérés de manière efficace, c'est-à-dire ceux qui procurent une rentabilité élevée en regard de leur risque. En effet, la gestion déléguée induit une situation d'asymétrie d'information (dite d'antisélection) car le mandant dispose généralement de plus d'information que l'investisseur sur sa capacité à gérer efficacement les fonds qui lui sont confiés. On peut d'ailleurs esquisser un parallèle avec la situation du crédit, où la banque prête des fonds à des emprunteurs de qualité différente sans pouvoir évaluer parfaitement leur risque de défaut.

On pourrait arguer que le problème est de peu d'importance : dans des marchés efficients, que l'on dispose d'informations privilégiées ou pas, de compétences particulières dans le traitement de l'information financière ou pas, les actifs financiers étant parfaitement évalués (au regard de leur risque), il n'est pas possible de « battre le marché » (c'est-à-dire de réaliser des performances anormalement élevées en regard du risque pris). Dès lors tous les gestionnaires de fonds seraient équivalents car il n'y aurait pas de valeur ajoutée dans la gestion. Il s'agit là d'un point de vue extrême et on tend en général à considérer que la présence d'investisseurs peu rationnels permet à des investisseurs informés de tirer profit de leur travail d'analyse financière. Par ailleurs, les coûts perçus pour la gestion peuvent donner lieu à des différences substantielles dans les performances ; rappelons à ce stade que ces coûts ne se limitent pas aux coûts apparents tels que les droits d'entrée, les frais de gestion, etc.

On peut alors penser sélectionner des fonds à partir des performances passées (nettes des frais). Mais la volatilité des performances constitue une difficulté redoutable dans la sélection des fonds ou des gérants. Pour illustrer notre propos, considérons deux fonds dont la volatilité (et éventuellement le Bêta) sont identiques. L'un des deux fonds est supposé voir sa valeur liquidative croître plus rapidement en moyenne et rémunère donc mieux le risque. Est-il facile de le distinguer au vu des

performances historiques ? Si la volatilité était nulle (ou si la corrélation entre les performances des deux fonds était nulle), il nous suffirait de connaître deux valeurs liquidatives pour repérer le meilleur fonds. Malheureusement, dans les conditions usuelles de volatilité (et de corrélation entre les performances des fonds), il faut des historiques de performances très longs pour départager deux fonds aux performances voisines. Ajoutons que certains fonds peu performants peuvent être retirés du marché pour être remplacés par d'autres, sans que les gérants aient nécessairement changé.

Il est encore plus difficile pour les investisseurs particuliers de mesurer la performance des fonds quand la valorisation comptable des actifs du fonds s'éloigne de la valorisation de marché, comme c'est souvent le cas pour l'épargne intermédiée. Il est alors paradoxalement utile de limiter la liquidité de ces fonds (même s'il existe des marchés secondaires liquides permettant de négocier les actifs du fonds) et de disposer de mécanismes d'assurance (explicites ou implicites) car dans le cas contraire, on pourrait imaginer des courses au guichet telles que décrites et analysées par Diamond et Dybvig dans le domaine bancaire.

On connaît les conséquences néfastes des effets d'antisélection en matière de prêts et notamment le phénomène de rationnement du crédit. Dans le cas de l'épargne, la mauvaise connaissance des performances du mandataire pourrait potentiellement avoir des effets négatifs sur le volume de l'épargne et orienter l'épargne vers des placements monétaires ou indiciels dont la performance est plus facile à mesurer.

Pour en terminer avec ces considérations techniques, on peut également remarquer que la performance moyenne et le niveau de risque d'un fonds ne suffisent pas en théorie pour réaliser une allocation efficace. Il faut en effet connaître les corrélations entre les performances des différents fonds. Il peut être paradoxalement utile d'investir dans un fonds qui rémunère assez mal le risque et qui apparaît mal classé, si ce fonds permet de diversifier voire de couvrir des risques que l'investisseur subit par ailleurs (notamment les risques liés aux fluctuations des revenus du travail pour les particuliers).

Ainsi, l'information est un ingrédient indispensable dans la gestion de l'épargne. Que ce soit pour l'évaluation des titres ou pour la mesure de la performance des fonds, l'information financière est plus facilement et abondamment disponible que par le passé. De ce fait, l'importance accordée au traitement et à l'interprétation de ces informations s'est accrue. Ceci ménage de belles opportunités aux investisseurs les plus habiles ; en revanche, il n'est pas toujours aisé, notamment pour les particuliers, de déceler les fonds les mieux gérés. Cette méconnaissance peut avoir des effets négatifs sur le volume et l'orientation de l'épargne des particuliers.

Le contrôle de la gestion des fonds

Ce thème tend à devenir de plus en plus important en France avec l'évolution du métier de gestionnaire et les transformations du capitalisme français. C'est en revanche un sujet de préoccupation traditionnel aux États-Unis ou en Grande-Bretagne par exemple. Nous allons discuter de la nature des conflits d'intérêt qui peuvent intervenir lors de la gestion des fonds et de leurs conséquences sur la gestion de l'épargne des particuliers et des institutionnels.

Il est de plus en plus largement admis qu'il y a potentiellement des conflits d'intérêts entre les intermédiaires financiers intervenant dans la gestion de l'épargne et leurs clients, même si le maintien de relations de long terme et le souci de préserver un haut niveau de confiance et d'honorabilité viennent naturellement tempérer ces antagonismes latents. Pour reprendre un exemple bien connu, les intérêts de la partie placement de titres et de la gestion au sein d'une banque intégrée ne sont pas les mêmes ; d'où l'utilité de la mise en place de « murailles de Chine ». On cite également souvent les arbitrages commerciaux que les banques pourraient potentiellement opérer entre des produits d'épargne intermédiés et les SICAV maison, la concurrence entre les opérations effectuées pour compte propre et celles pour le compte des clients, les rotations élevées des portefeuilles d'actifs ou le paiement de courtages au bénéfice de filiales chargées de l'exécution des ordres, les péréquations entre les frais de distribution dans les réseaux et les frais de gestion, la divergence entre l'exercice d'une discipline capitalistique (vote des gérants) et le maintien de relations à long terme avec des entreprises clientes et actionnaires de la banque.

Ces conflits d'intérêts latents peuvent se manifester de manière aiguë et se traduire par une perte de tout ou partie des fonds des investisseurs comme on l'a vu en Angleterre avec les fonds de retraite Maxwell. Il s'agit de situations extrêmes et exceptionnelles où l'on met souvent en place des mécanismes de garantie ou des cordons de sécurité de façon à éviter toute propagation des risques. En effet, l'apparition d'une crise financière a des conséquences particulièrement graves puisqu'elle altère la confiance des épargnants et des investisseurs dans le système financier. Une forme beaucoup plus bénigne, et même indolore pour de nombreux épargnants, se manifeste par des niveaux de performance modestes de l'épargne, sans pour autant que la sécurité de l'épargne soit en jeu. Le point clé est qu'il n'est pas facile pour un investisseur de savoir avec certitude si son mandataire opère au mieux de ses intérêts. Si, par exemple, un gérant a une forte expertise en matière de sélection des titres, une gestion très active peut être très profitable à ses clients même si elle entraîne le paiement de courtages élevés. Il est difficile et

coûteux de mesurer avec précision les prix de transferts correspondants aux différentes opérations de gestion. On est en présence d'une autre forme d'asymétrie d'information, celle d'aléa moral.

L'importance et les conséquences des phénomènes précédents diffèrent selon que l'on considère l'épargne des particuliers ou la gestion institutionnelle. Par ailleurs, la concurrence et la réglementation n'ont pas les mêmes poids relatifs dans la régulation de la gestion des fonds selon que l'on considère les marchés des particuliers et ceux des institutionnels.

L'épargne des particuliers (PEA, contrats d'assurance-vie en francs, voire SICAV de long terme) connaît un taux de rotation assez faible. Ceci est assez logique, car la présence de coûts de transaction plus élevés (droits d'entrée notamment) et de frottements fiscaux et réglementaires va réduire considérablement l'intérêt d'arbitrer entre divers placements. De plus, les montants unitaires investis par les particuliers sont faibles (notamment en regard des actifs des SICAV) et ceci n'incite pas à la surveillance de la gestion des fonds engagés. On se retrouve à nouveau avec un problème de passager clandestin. Indépendamment des frais de gestion et de distribution objectivement plus élevés pour les particuliers, le gestionnaire des fonds peut avoir intérêt à majorer les commissions perçues car le risque de retrait des fonds est faible. On se retrouve alors dans une situation où l'on est prêt à investir pour acquérir des clientèles captives qui vont procurer des rentes aux établissements financiers. Dans un tel contexte, l'essentiel de la compétition entre intermédiaires financiers concerne l'acquisition de clientèle et non pas la gestion des fonds. Trois éléments jouent en sens inverse : la réglementation qui tend à favoriser la filialisation des métiers de la gestion, les autorités de contrôle (COB, CMF) qui ont notamment pour mission de représenter les intérêts des épargnants et la demande de produits financiers liquides de la part des investisseurs³.

En ce qui concerne la gestion institutionnelle, la concurrence entre les gérants tend à réguler le marché et les investisseurs peuvent mettre en place des mécanismes contractuels qui garantissent leurs intérêts. Considérons par exemple un fonds de pension américain qui lance un appel d'offres auprès de sociétés spécialisées dans la gestion institutionnelle. La mobilité des fonds investis est grande et la menace d'un retrait des fonds crédible. Ce sera la compétence de la société de gestion des fonds qui fera la différence, plus que sa capacité de distribution.

Au bout du compte, la transparence dans la mesure des performances, la liquidité des fonds, le développement d'une éthique et d'une organisation de la gestion allant en faveur des intérêts des épargnants sont de nature à favoriser le volume et la qualité de l'épargne.

3. Cette demande de produits liquides est la traduction d'une moins grande fidélité des épargnants à leurs gestionnaires.

La concurrence et la réglementation

Les objectifs qui sous-tendent les règles relatives à la gestion de l'épargne sont probablement multiples : assurer la sécurité des fonds investis, garantir la solidité financière des intermédiaires, favoriser la concurrence pour améliorer l'efficacité du système financier, orienter l'épargne vers des emplois prioritaires (fonds propres des entreprises, financement de l'immobilier), procurer des recettes fiscales... Ces objectifs ne sont pas toujours facilement conciliables. Par ailleurs, les règles organisant le fonctionnement des métiers sont de nature multiple, comptable, fiscale et prudentielle. Nous nous proposons ici d'insister sur les conséquences de la réglementation en matière d'organisation des métiers de la gestion.

La réglementation a des effets essentiels sur les formes de gestion de l'épargne et le niveau de concurrence entre les intermédiaires financiers. Les directives européennes (services d'investissement, directive de coordination bancaire, CAD...) et l'éventualité d'une monnaie unique sont des facteurs qui contribuent à accroître la concurrence. De même, en matière d'épargne collectée par les établissements de crédit, c'est la réglementation qui donne le tempo. Parmi les sujets âprement discutés, on peut évoquer l'affectation de l'épargne à des emplois spécifiques, le maintien de privilèges de distribution de produits fiscalement avantageux et la création, en parallèle, des livrets jeunes ou encore la limitation de l'utilisation de l'informatique pour gérer la trésorerie à court terme des particuliers.

Les autorités édictant des règles sont multiples : il peut s'agir du législateur (par exemple à propos des fonds d'épargne retraite), voire d'autorités supranationales comme dans le cas des importantes directives européennes relatives aux métiers financiers. Il peut s'agir d'autorités à caractère administratif comme la COB ou de nature plus professionnelle comme le Conseil des Marchés Financiers. Les services fiscaux jouent également un rôle important, par exemple à travers les accords explicites ou tacites qu'ils donnent aux produits d'épargne structurés. Mais la réglementation concerne également l'épargne intermédiée collectée par les banques ou les compagnies d'assurances. D'autres autorités ou services administratifs peuvent alors intervenir, soit au titre de la réglementation (Comité de la réglementation bancaire et financière, Trésor), soit au titre du contrôle (Commission bancaire, Commission de contrôle des assurances). On constate bien souvent que les autorités réglementaires tendent à superviser seulement l'une des formes de la collecte et de la gestion de l'épargne : gestion collective et gestion pour compte de tiers, épargne intermédiée par les établissements financiers (dépôts à terme, livrets), épargne intermédiée par les compagnies d'as-

surance-vie. Cette segmentation de la réglementation se retrouve dans la plupart des autres pays et notamment aux États-Unis ou en Grande-Bretagne.

Un débat important s'est ouvert aux États-Unis à propos des objectifs et du champ de la réglementation des services financiers et des services d'investissement : la réglementation doit-elle concerner des institutions ou des fonctions ? Ce débat est lié à l'apparition de nouveaux acteurs du fait des modifications des technologies de distribution et de gestion des produits financiers. Ces acteurs échappent aux frontières traditionnelles des métiers financiers et sortent souvent du champ de la réglementation (produits financiers commercialisés par la grande distribution, projets de marchés privés de titres sur Internet par exemple). Certains arguent que les autorités réglementaires américaines devraient viser à organiser des fonctions plutôt qu'à superviser des institutions. Cette critique s'appuie sur l'idée que les autorités tendent à protéger les institutions qu'elles supervisent (pour des raisons prudentielles) et qu'elles pourraient ainsi retarder l'apparition de nouvelles formes d'organisation procurant des services d'investissement de manière plus efficace.

L'évolution des frontières des entreprises et des métiers liés à la gestion de l'épargne

70

Nous sommes aujourd'hui habitués à un certain paysage en matière de gestion de l'épargne. Ce paysage fait apparaître certains métiers, cadres réglementaires et catégories d'intermédiaires financiers intervenant de manières diverses. Mais sous l'effet de l'ouverture à la concurrence et de la technologie, la substance et les frontières des métiers de la gestion de l'épargne peuvent être amenés à évoluer.

Vu la complexité de l'économie de la concurrence imparfaite, le rôle important des coûts de transaction technologiques et informationnels dans la structure des systèmes de gestion de l'épargne, les comportements stratégiques des intermédiaires financiers, il est particulièrement ardu de tracer des perspectives et, bien plus encore, de préciser à quel rythme les formes de gestion de l'épargne pourraient évoluer. Tout au plus, peut-on rappeler quelques débats et garder à l'esprit qu'en matière d'organisation financière la coutume n'a pas force de loi et que les changements peuvent parfois être soudains. Enfin, l'expérience tend à montrer qu'il n'y a pas nécessairement un unique schéma gagnant et que des structures aux caractéristiques parfois antagonistes peuvent cohabiter avec succès.

De nombreuses questions ont trait à l'organisation des métiers : y a-t-il des économies d'échelle liées à la technologie ou à l'analyse financière ou, au contraire, les prestataires de services vont-ils permettre à de

petites structures de gestion ou de distribution de subsister ? Faut-il, et dans quelle mesure, intégrer les métiers de la distribution et de la gestion ? De quelle manière l'évolution de la technologie et le développement du marketing direct vont-ils affecter les métiers et les marges liés à la distribution de produits d'épargne ? Doit-on pratiquer tous les métiers de la gestion ou, au contraire, se concentrer sur quelques niches d'excellence ? Comment concilier l'existence d'une base de clientèle domestique et la nécessité de diversifier les investissements financiers à l'étranger ? Faut-il articuler les organisations autour des clients ou autour de métiers spécialisés ? Quelles sont les économies d'envergure liées à la vente de plusieurs familles de produits financiers ?

En ce qui concerne les frontières entre les métiers, beaucoup s'interrogent sur la place relative des intermédiaires financiers traditionnels (banques, compagnies d'assurances) et sur leur évolution par rapport aux marchés financiers. Au delà des statuts très différents va-t-on vers un rapprochement des métiers ? Quelles seront les places respectives du conseil en gestion et de la passation des ordres ?

Vu le développement de nouveaux métiers, on peut se demander où tendra à se créer de la valeur : dans la distribution ou dans la gestion de produits d'épargne ? Les prestataires de services peuvent-ils espérer des profits substantiels à travers la gestion de réseaux, la fourniture de systèmes d'information ? En ce qui concerne les grands intermédiaires financiers, quels sont les avantages et les coûts de leurs systèmes internes d'information et de gestion de l'épargne ?

Il est ainsi probable que les intermédiaires intervenant dans la gestion de l'épargne seront amenés à s'adapter aux nouveaux contextes réglementaire, économique et technologique. On ne peut pour autant définir un schéma type d'organisation de la gestion de l'épargne, même si les modèles nord-américain et anglais constituent un point de référence.

La gestion de l'épargne se fait dans un environnement économique caractérisé par l'existence de frictions : coûts d'acquisition d'information, coûts de transaction de nature purement technologique. Les intermédiaires financiers jouent de ce fait une fonction centrale dans la gestion de l'épargne, en faisant bénéficier les particuliers d'économies d'échelle permettant par exemple un accès facilité aux marchés financiers.

Les constituants d'un système de gestion de l'épargne, technologie, information, intermédiaires financiers, réglementation ne sont pas nouveaux. Mais l'évolution des technologies, l'ouverture à la concurrence, l'internationalisation semblent oeuvrer en faveur d'une réduction des frictions et d'un accroissement de la palette des véhicules d'investisse-

ment. Malgré l'inertie importante des systèmes de gestion de l'épargne, le contexte est favorable au développement de nouveaux acteurs et métiers et à une évolution des métiers existants. Au bout du compte, le système de gestion de l'épargne apparaît aujourd'hui comme plus complexe, plus décentralisé, plus compétitif et, espérons-le, plus efficace.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Allen F. (1990), the market for information and the origin of financial intermediation, *Journal of Financial Intermediation* 1, 3-30.
- Allen F. et D. Gale (1994), Financial innovation and risk sharing, MIT Press.
- Arrow K. (1953), le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques, Cahier du Séminaire d'Econométrie, CNRS, 40, 41-48.
- Antoine J. (1996), une fenêtre ouverte sur la mondialisation des métiers de la gestion, MTF — L'AFEFI, décembre.
- Bhattacharya S. et P. Pfleiderer (1985), Delegated portfolio management, *Journal of Economic Theory*, 36, 1-25.
- Boulier J-F. (1996), Que valent les options cachées ?, *Revue d'Economie Financière*, 37, 189-201.
- Boulier J-F. et C. Gouriéroux (1995), Des mathématiques financières à la finance quantitative, *Revue d'Economie Financière*, 32, 167-182.
- Bourven M. (1997), Intermédiation bancaire versus gestion indépendante, *Revue d'Economie Financière*.
- Briys E., F. de Varenne (1996), L'assurance a-t-elle un avenir face aux marchés financiers ?, *Risques*, 21-32.
- Bryan L. (1988), La banque éclatée, interédérations.
- Campbell T.S. et W.A. Kracaw (1980), Information production, market signalling and the theory of financial intermediation, *Journal of Finance*, 38, 1543-1568.
- Delain L. (1995), La gestion de portefeuille devient accessible au plus grand nombre, *Le Monde*, 25 novembre.
- Diamond D. (1984), Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Fite D. et P. Pfleiderer (1995), Should firms use derivatives to manage risk ?, in *Risk Management : Problems and Solutions*, Stanford University Press.
- Gourmelon I., La clarification des fonctions, gage de l'identification des coûts, MTF — L'AGEFI, décembre.
- Gouriéroux C. (1997), ARCH Modelling and financial applications, Springer-Verlag.
- Grossman S. et J. Stiglitz (1980), On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review*, 70, 393-408.
- Kreps D. (1996), économie des coûts de transaction, in *Leçons de théorie microéconomique*, PUF.
- Lamaury M. (1997), Classement d'OPCVM, ça marche... de temps en temps, L'AGEFI, 13 février.

- Laurent J-P (1993), les risques des produits garantis, *Revue d'Economie Financière*, 24, 11-42.
- Mansion Y., P. Cossu (1996), Assurance et finance. Vers un pont à double voie ?, *Risques*, 77-88.
- Merton R. (1992), Financial innovation and economic performance, *Journal of applied corporate finance*, 4, 12-22.
- Merton R. (1995), Financial innovation and the management and regulation of financial institutions, *Journal of Banking and Finance*, 19, 461-481.
- Miller M.H. (1992), Financial innovation : achievements and prospects, *Journal of applied corporate finance*, 4, 4-11.
- Renard E. (1996), L'attribution de performances : l'émergence d'un langage commun, MTF — L'AGEFI, décembre.
- Ross S.A. (1989), Institutional markets, financial marketing, and financial innovation, *Journal of Finance*, 44, 541-556.
- Sanford C. (1993), Financial markets in 2020, in *Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium*.
- Scholes M. (1995), The futures of futures in *Risk Management : Problems and Solutions*, Stanford University Press.
- Stiglitz J. et L. Weiss (1981), Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, 71, 393-410.
- Banque Stratégie (1996), Gestion institutionnelle, dossier 123, janvier.
- Banque Stratégie (1996), La gestion pour compte de tiers, dossier 133, décembre.