



GESTION D'ACTIFS : LES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE EXISTENT, MAIS FAUT-IL LES RECHERCHER À TOUT PRIX ?

DIDIER NEGIAR *
ANDRÉS HOYOS GOMEZ **

La gestion d'actifs en Europe apparaît aujourd'hui comme un secteur en voie de « normalisation ». L'essor du secteur, amorcé dans les années 1980, avait été caractérisé par un mouvement généralisé de filialisation au sein des grands groupes de services financiers et par des niveaux de croissance et de rentabilité sans précédent (entre 1998 et 1999, le taux de croissance moyen a atteint 19 % et le coefficient d'exploitation environ 40 %). La maîtrise des coûts n'a pas véritablement figuré parmi les priorités du secteur jusqu'en 2002, année qui a marqué un tournant puisque les gestionnaires d'actifs ont vu leur rentabilité chuter de moitié sous l'effet du déclin des marchés, après une période de croissance ininterrompue. Depuis 2003, le secteur bénéficie d'une croissance de 14 % (dont 8 % d'effet de marché) et retrouve des niveaux de performance équivalents à ceux d'autres activités bancaires et financières. Son coefficient d'exploitation moyen s'élève à 61 % en 2003, et s'approche à présent de la norme au sein du secteur bancaire : 65 % pour la banque de gros, 76 % pour la banque d'investissement, et 57 % pour la banque de détail domestique.

En dépit du redressement des marchés financiers, les directions des sociétés de gestion d'actifs, fortes de leur expérience récente, continuent toutefois de s'intéresser à la maîtrise des coûts. L'un de ses leviers les plus classiques, les économies d'échelle, revient plus particulièrement

*Directeur associé senior, McKinsey & Company.

** Chef de projet, McKinsey & Company.

Article achevé de rédiger en décembre 2004.

sur le devant de la scène. Faut-il mieux exploiter les synergies en consolidant et standardisant systématiquement les équipes et les infrastructures ? La croissance externe est-elle à même d'apporter, par augmentation de la taille, les bénéfices escomptés en matière de coûts ?

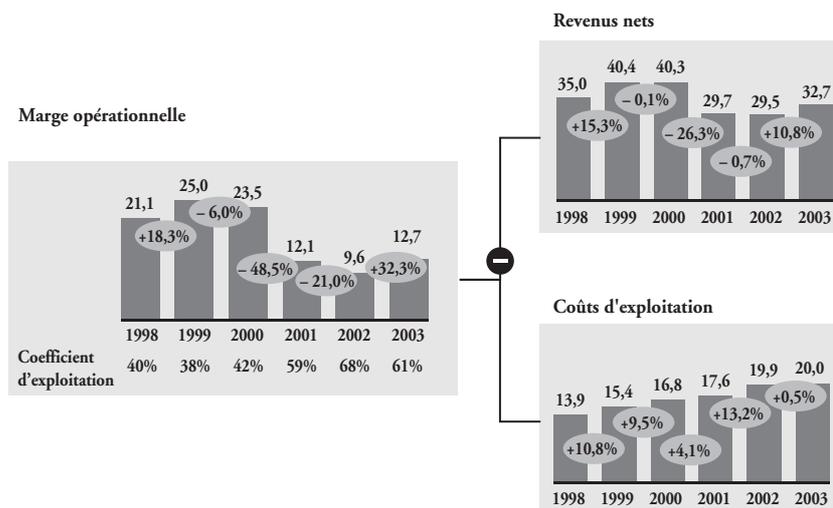
Pour aborder ces questions, il nous paraît indispensable de mieux comprendre la structure de coûts des gestionnaires d'actifs et d'examiner l'influence qu'exercent les dimensions géographiques, fonctionnelles (inducteurs de coûts pour chaque activité), et structurelles (complexité induite par le modèle opérationnel)¹.

UN SECTEUR EN VOIE DE « NORMALISATION »

Bien des indices laissent à penser que la gestion d'actifs aborde une nouvelle étape de son développement, caractérisée par une plus grande maturité. On observe, en effet, une convergence progressive des niveaux de rentabilité dans les différents pays européens : l'écart entre le marché le plus rentable et le moins rentable est passé d'un facteur 5 en 1998 à un facteur 2 en 2003 - la rentabilité moyenne oscille entre 8 points de base (pb) pour le Royaume-Uni et 17 pb pour l'Italie. Cependant, chaque pays conserve sa dynamique propre, marquée en particulier par la prédominance d'un segment de clientèle ou d'un modèle opérationnel.

2

Graphique n° 1
Rentabilité des sociétés de gestion en Europe
(1998-2003, points de base)



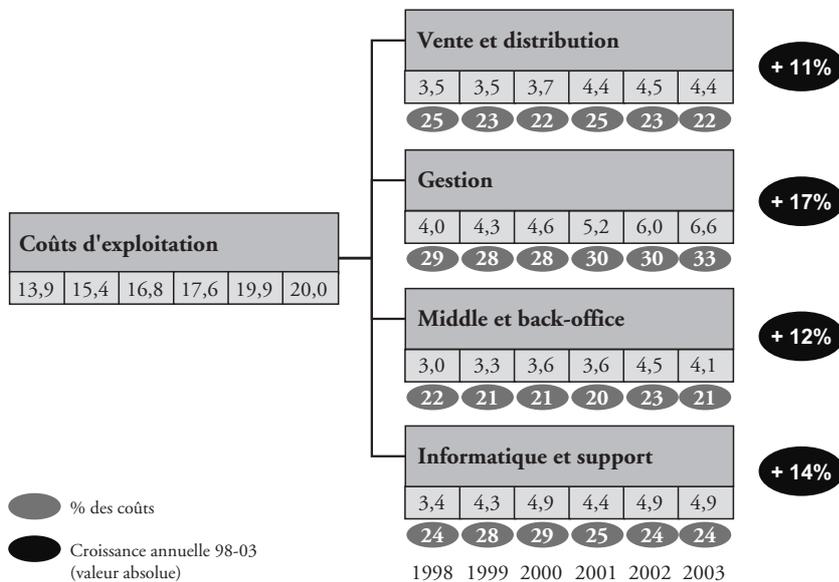
Source : McKinsey, Enquête européenne sur la gestion d'actifs 1999-2003.

Ainsi, le Royaume-Uni s'oriente vers le domaine institutionnel tandis que l'Espagne ou l'Italie sont davantage tournées vers la clientèle de détail.

Au sein de chaque marché national, la concurrence s'accroît. Elle se traduit par une part plus forte, dans la collecte, des produits « non traditionnels » (tels que les produits garantis et alternatifs) et par une pression plus intense de nouveaux entrants comme les banques d'investissement, qui s'attachent à offrir, sans intermédiaire, des produits structurés à des clients institutionnels. Dans le même temps, les modèles opérationnels se polarisent, preuve que les acteurs ont renoncé à se battre sur tous les fronts : aux côtés de grandes firmes généralistes qui cherchent à affermir leurs atouts distinctifs, se développent des structures légères, souvent bâties autour d'une équipe réduite de gérants qui proposent une compétence de pointe.

Sur le front des coûts, la plus grande maturité du secteur se manifeste par un attachement accru des acteurs à la maîtrise et à l'optimisation des coûts. Entre 1998 et 2003, toutes les catégories de coûts ont augmenté, même au plus fort de la crise boursière. Pour autant, une partie de ces coûts peut être assimilée à une professionnalisation

Graphique n° 2
Coûts d'exploitation des sociétés de gestion
(1998-2003, indiqué en points de base)



Source : McKinsey, Enquête européenne sur la gestion d'actifs 1999-2003.

accrue, avec par exemple des investissements systématiques en matière de gestion des risques, de la performance et de la mise en conformité avec une réglementation de plus en plus exigeante. La stabilisation en valeur relative s'est finalement produite en 2003, année où l'ensemble des coûts avoisinent les 20 pb. Cependant, la gestion fait exception : ses coûts poursuivent leur augmentation, aussi bien en ce qui concerne la rémunération des gestionnaires que les ressources allouées à la recherche, ou au suivi des risques, de la performance et de la conformité.

Les ambitieux programmes de réduction de coûts qu'ont engagés beaucoup d'acteurs commencent, semble-t-il, à porter leurs fruits. Pourtant, la progression des coûts se poursuit en valeur absolue (+ 14 %). Par ailleurs, nombre d'acteurs reconnaissent que les actions engagées pour réduire leurs coûts ont pris plus de temps que prévu, et que les synergies promises par les opérations de croissance externe ont, au mieux, tardé à se matérialiser.

Le contexte actuel paraît donc se prêter idéalement à un examen des opportunités d'économies d'échelle. Si de telles économies sont envisageables, il conviendra d'appréhender l'ensemble de la dynamique des coûts de la gestion d'actifs afin de déterminer les moyens d'en tirer le meilleur parti.

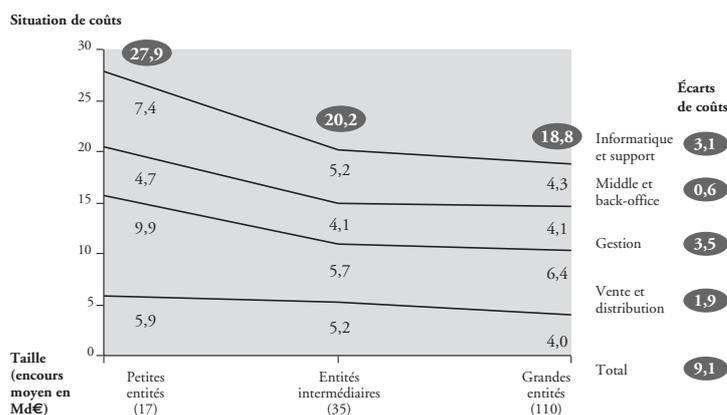
*DES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE SUBSTANTIELLES EXISTENT,
MAIS LA COMPLEXITÉ JOUE AUSSI UN RÔLE CLÉ
DANS LA MAÎTRISE DES COÛTS*

Les économies d'échelle existent mais ne peuvent se réduire à une explication simple : la taille est un des facteurs explicatifs mais loin d'être le seul. La taille permet, en effet, des synergies en matière de systèmes, de plates-formes voire de gamme de produits et d'offres. D'un côté, les spécificités de chaque géographie, clientèle et type de produit créent des complexités qui peuvent se révéler autant de barrières à leur réalisation et créent ainsi le besoin de comprendre avec finesse les coûts fixes et variables. De l'autre, la démarche systématique de recherche de ces économies est à mettre en balance avec la proximité commerciale, la souplesse stratégique et le besoin d'autonomie des équipes.

*Le volume des encours, un facteur indéniable
mais insuffisant d'optimisation des coûts*

Si l'on répartit les acteurs en fonction de leur taille², entre « petites entités » (17 Md€ d'encours en moyenne), « entités intermédiaires » (35 Md€ d'encours en moyenne) et « grandes entités »

Graphique n° 3 Économies d'échelle sur la base des coûts moyens par activité (2003, indiqué en points de base)



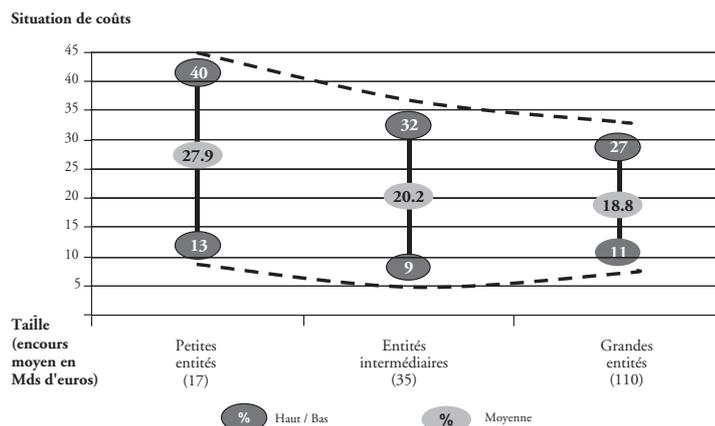
Source : McKinsey, Enquête européenne sur la gestion d'actifs 2004.

(110 Md€ d'encours en moyenne) et que l'on compare leurs bases de coûts, on constate de prime abord un écart moyen de 9 pb entre les « petites entités » et les « grandes entités », au bénéfice de ces dernières.

Cependant, il importe d'affiner cet écart en l'examinant pour chaque type d'activités et entre les acteurs d'une même catégorie. Selon les volumes d'encours, une nette différence apparaît entre acteurs (de 3 à 4 pb) s'agissant des coûts de gestion et des coûts opérationnels (*middle et back-office*, informatique et support). En revanche, les coûts de distribution semblent moins dépendants de la taille. Au sein de chacune des trois catégories de taille, les écarts entre acteurs les plus performants et les moins performants sont également sensibles. Ils diminuent cependant à mesure que la taille des sociétés s'accroît : ils s'élèvent ainsi à 30 pb entre les « petites entités », 20 pb entre les « entités intermédiaires », et 15 pb entre les « grandes entités ». Enfin, il apparaît qu'un acteur de taille relativement modeste peut présenter une base de coûts comparable en valeur relative à celle d'un grand acteur, et réciproquement, que des acteurs de grande taille peuvent ne pas tirer profit des économies d'échelle.

En 2001, nous avons observé que la répartition des coûts par catégorie de taille présentait une configuration atypique, les acteurs de taille intermédiaire supportant la plus forte base de coûts (21 pb, contre 18 pb pour les « petites entités » et 16 pb pour les « grandes entités »).

Graphique n° 4
Économies d'échelle : écarts entre acteurs au sein
de chaque catégorie
 (2003, indiqué en points de base)



Source : McKinsey, Enquête européenne sur la gestion d'actifs 2004.

6

Ce phénomène nous semble s'expliquer par la situation de certains acteurs « coincés » entre deux modèles opérationnels : leur taille est trop faible pour leur permettre de tirer parti d'économies d'échelle appréciables, tandis que leurs infrastructures exigent le maintien d'une base de coûts équivalente à celle de plus grandes structures.

Ainsi, il existe bien des disparités sensibles entre acteurs, mais le volume des encours n'apparaît pas comme le seul facteur explicatif.

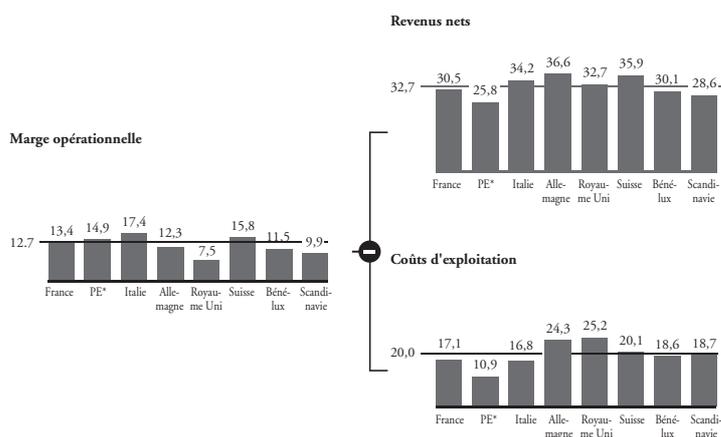
Des spécificités géographiques

Selon sa situation géographique, la base de coûts moyenne d'un gestionnaire d'actifs varie d'environ 11 pb en Espagne et au Portugal, à 24-25 pb en Allemagne et au Royaume-Uni.

Les gestionnaires britanniques, suisses et allemands présentent des bases de coûts plus élevées que la moyenne européenne. Un tel niveau tient à plusieurs facteurs, dont le coût supérieur de la main-d'œuvre, notamment en gestion (Suisse, Royaume-Uni), ou un périmètre d'activités plus large que sur d'autres marchés (c'est notamment le cas de l'Allemagne, où le gestionnaire d'actifs assure lui-même un rôle d'agent de transfert, alors que cette fonction est assumée par les banques de détail en France ou en Espagne par exemple).

À l'opposé, l'Espagne et le Portugal présentent des bases de coûts nettement inférieures aux moyennes européennes. Au coût moindre

Graphique n° 5 Rentabilité par pays ou région (2003, indiqué en points de base)



Source : McKinsey, Enquête européenne sur la gestion d'actifs 2004.

de la main-d'œuvre s'ajoutent en effet les synergies entre société de gestion et banque de détail (partage d'infrastructures informatiques, par exemple).

En France, la base de coûts est légèrement inférieure à la moyenne européenne, sans qu'elle présente de singularités majeures en comparaison des autres pays. Entre 2002 et 2003, les coûts totaux ont toutefois augmenté, en particulier dans le domaine de l'activité de gestion, du fait de l'accroissement des commissions de performance (qui se répercutent dans la rémunération variable des gestionnaires) et de l'attention renforcée du régulateur (AMF en France) aux activités de suivi des risques et de conformité (induisant une pression intense sur les plus petites sociétés de gestion).

En comparaison avec l'Amérique du Nord, l'Europe continue de présenter une marge opérationnelle avec à la fois moins de revenus et moins de coûts, mais avec une rentabilité plus importante par rapport aux actifs gérés (13 pb en Europe contre 11 pb en Amérique du Nord). Le taux de croissance des actifs a été similaire entre 2002 et 2003 dans les deux continents (14 % en Europe, 15 % en Amérique du Nord), mais avec un effet de marché³ bien plus important en Amérique du Nord (8 % en Europe contre 12 % en Amérique du Nord). Ces éléments reflètent des dynamiques de marché assez différentes. En Amérique du Nord, les sociétés de gestion réussissent encore à défendre des niveaux de prix élevés, mais la confiance des clients semble plus difficile à retrouver après la crise, tel que reflété par des niveaux de collecte encore faibles.

Au niveau des coûts, une plus forte rémunération des gestionnaires ainsi que des coûts de distribution (agent de transfert) plus élevés sont les principaux facteurs explicatifs des différences observées.

Dans chaque activité, des inducteurs de coûts de natures différentes, relevant du mix clients et produits, et de la complexité opérationnelle

Les inducteurs de coûts sont propres à chaque activité. Ils dépendent du volume d'activités (nombre de produits, transactions, encours gérés), mais aussi du « degré de complexité » du modèle opérationnel.

Tableau n° 1
Principaux inducteurs de coûts

Activités		Principaux inducteurs de coûts
Ventes et distribution	<i>Volume</i>	Clients Encours
	<i>Complexité</i>	Canaux de distribution Segments de clientèle
Gestion de portefeuille	<i>Volume</i>	Produits Encours
	<i>Complexité</i>	Processus d'investissement Classes d'actifs
Opérations	<i>Volume</i>	Produits Transactions Lignes valorisées
	<i>Complexité</i>	Plateformes opérationnelles (équipes de <i>middle-office</i> , systèmes de négociation et tenue de position)
Fonctionnel	<i>Complexité</i>	Entités juridiques

En vente et distribution, il existe une forte différenciation entre les activités destinées aux clientèles de détail et celles qui s'adressent aux institutionnels. Pour la clientèle de détail, les coûts de la société de gestion dépendent du degré de support accordé à chaque canal de distribution (par exemple, en termes d'animation commerciale). Sur le marché des institutionnels, chaque segment de clients requiert des forces de vente en direct, proposant une expertise spécifique (caisses de retraites, établissements spécialisés).

En gestion, le processus d'investissement constitue le premier facteur de dimensionnement des ressources. Tandis que les gestions « passives » sont peu consommatrices de ressources - les décisions d'investissement



étant effectuées de manière semi-automatisée -, les gestions « actives » supposent un nombre conséquent de gestionnaires pour chaque classe d'actifs couverte, des schémas de rémunération attrayants, et des équipes de recherche et d'analyse financière. Ensuite, c'est le nombre de produits plus que le volume d'encours qui apparaît déterminant dans la maîtrise des coûts, puisque chaque produit génère un coût « fixe » de gestion (décisions d'investissement pour remplir l'objectif de gestion, analyse du risque et de la performance, conformité).

Les coûts des opérations d'un gestionnaire d'actifs comprennent essentiellement le personnel de *middle* et *back-office* et le déploiement et la maintenance des systèmes (gestion des ordres, tenue de position). Les coûts de personnel dépendent du volume de transactions traité (et donc indirectement du nombre de produits), alors que les coûts des systèmes augmentent « par paliers », en fonction de la couverture fonctionnelle (ex., nombre et degré de sophistication des classes d'actifs couvertes) et du degré d'automatisation.

*Comprendre les coûts fixes et variables
ainsi que leurs principaux inducteurs*

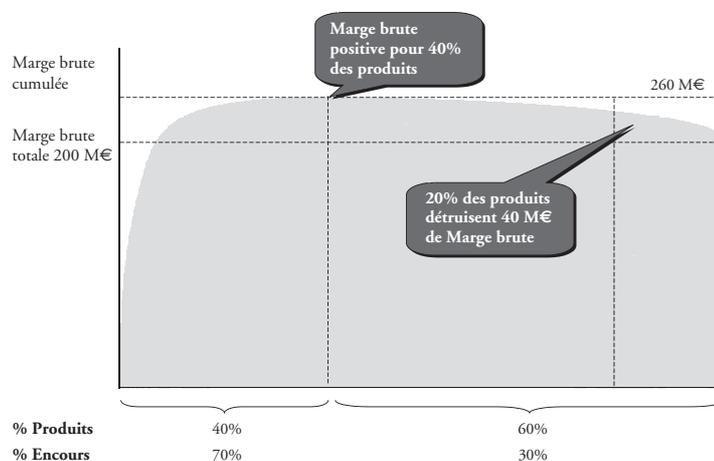
Dans l'analyse de la structure de coûts, si l'on distingue les coûts fixes et variables, on observe qu'à degré de complexité donné, environ 30 % des coûts peuvent être dits « fixes » et 70 % peuvent être dits « variables » selon le nombre de produits et l'encours sous gestion. En outre, parmi les coûts dits « variables », environ 60 % dépendent directement du nombre de produits et 40 % du niveau d'encours. Ces chiffres correspondent à des ordres de grandeur que nous avons fréquemment observés au cours de notre expérience auprès des gestionnaires d'actifs européens, mais ne sauraient être tenus pour règle générale.

Il est intéressant de relever que peu de sociétés de gestion s'attachent à déterminer précisément leurs coûts par segment de clientèle. Ceci requiert, en effet, un suivi systématique et automatisé des encours par produit et par client, une nomenclature des segments de clientèle intégrée au système de *reporting* et, dans les cas les plus « sophistiqués », une mesure de l'effort commercial par segment de clientèle (conquête contre fidélisation des clients, par exemple). Or, nombre de sociétés n'ont pas mis en œuvre ces procédures de manière systématique.

L'ampleur de la gamme de produits apparaît comme un facteur décisif d'alourdissement des coûts. Lorsqu'on analyse la contribution marginale de chaque produit au résultat économique, il n'est pas rare de constater qu'une part substantielle des produits (de 30 % à 50 % environ) détruit en réalité de la valeur. De ce fait, rationaliser le portefeuille de produits permet de dégager de la capacité de produc-

tion. Pour accomplir une telle démarche, les acteurs peuvent, par exemple, fermer des fonds ou transférer des encours des fonds ouverts vers des fonds dédiés. Outre une simplification de l'offre, une rationalisation de ce type permet une réduction de la charge de travail qui peut atteindre 10 % à 15 % des coûts de gestion, de marketing et de *middle-office*.

Graphique n° 6
Répartition de la marge brute sur l'ensemble des produits
 (exemple illustratif en M€, marge brute cumulée)



10

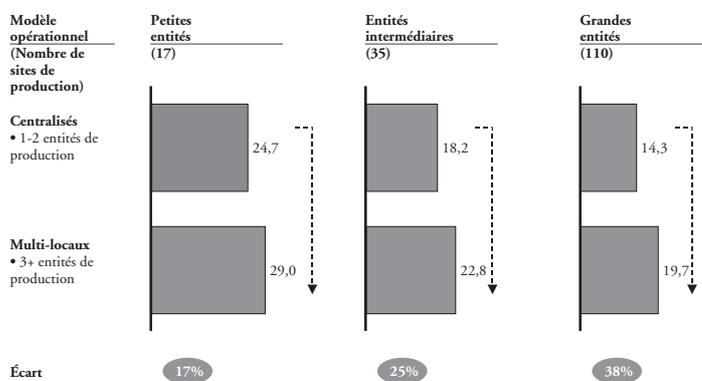
Source : McKinsey.

Le niveau de complexité comme facteur de coûts

La complexité du modèle opérationnel se révèle un facteur déterminant de la situation de coûts d'une société de gestion. Ainsi, les acteurs « multi-locaux », c'est-à-dire au moins trois unités opérationnelles⁴ (généralement dans plusieurs géographies), présentent davantage de coûts que des acteurs plus centralisés (une à deux unités opérationnelles), avec des écarts d'environ 4 à 5 points de base, et ce, dans chaque catégorie de taille. Il apparaît aussi que les économies d'échelle jouent bel et bien, mais « à complexité constante », puisque, au sein de chaque catégorie de complexité, les acteurs plus petits présentent des coûts plus élevés que ceux des acteurs de taille plus importante. Ainsi, parmi les acteurs « multi-locaux », les petites sociétés de gestion présentent des coûts de 29 pb, tandis que les plus grandes présentent des coûts de 20 pb ; parmi les acteurs « centralisés », les situations de coûts sont de

25 pb et 14 pb respectivement. D'autres facteurs peuvent accroître la complexité : opérations de fusion ou d'acquisition récentes ou en cours, proportion d'actifs commercialisée par des distributeurs externes, ou encore part des produits non traditionnels dans l'offre. Mais notre analyse ne permet pas encore de mesurer avec précision l'impact de chacun d'eux sur la base de coûts.

Graphique n° 7
Effet de la complexité sur les coûts
(2003, indiqué en points de base)



Source : McKinsey, Enquête européenne sur la gestion d'actifs 2004.

La plupart des sociétés de gestion reconnaissent qu'une part substantielle du potentiel d'économies d'échelle des fusions et acquisitions demeure inexploitée et qu'elle tend même à se muer en coûts de complexité supplémentaires. Après un tel rapprochement, la gamme de produits enflé, générant de manière mécanique un fort volume de charges, tant dans le domaine de la gestion que des opérations. Parallèlement, les plates-formes informatiques qui échappent à la fusion continuent d'alourdir les coûts de maintenance applicative et d'exploitation. On constate ainsi des écarts de 1 à 3 pb entre des acteurs de taille équivalente, mais dont les degrés de consolidation de la plate-forme informatique diffèrent.

Pour tirer un meilleur parti des économies d'échelle potentielles, deux axes de travail se dessinent. D'abord, à complexité donnée, il est possible d'agir sur les coûts variables, donc sur les principaux inducteurs de coûts de chaque activité (par exemple, grâce à une rationalisation de la gamme). Le deuxième axe consiste à réduire le degré de complexité, de manière à changer de « palier » en matière de base de coûts (par exemple



en consolidant les plates-formes informatiques dans des *hubs* continentaux, voire mondiaux).

QUELS ARBITRAGES ET QUELLES IMPLICATIONS POUR LE MANAGEMENT EN QUÊTE D'ÉCONOMIES D'ÉCHELLE ?

Pour séduisante qu'elle puisse paraître, la recherche systématique d'économies d'échelle par la croissance externe ou la captation de synergies, risque parfois de se solder par des pertes de compétences. De surcroît, elle requiert des investissements massifs qui ne vont pas sans risques opérationnels. Pour le management, il est donc utile de vérifier qu'il s'agit là de la stratégie optimale pour l'entreprise, puis de s'assurer que les conditions nécessaires à l'exploitation des économies d'échelle sont réunies.

Des arbitrages à réaliser

La gestion de portefeuille est un métier de talents, et l'émergence de « petites entités » spécialisées, en particulier au Royaume-Uni, atteste que certains acteurs préfèrent sacrifier la recherche systématique d'économies d'échelle au profit d'une plus grande autonomie des équipes de gestion décentralisées. Ce type d'acteurs met en avant la meilleure performance de ses gestionnaires, obtenue grâce à une plus grande focalisation, et un environnement qui encourage l'esprit entrepreneurial et le développement de différents styles de gestion. Face à ce type de stratégie, l'exploitation d'économies d'échelle peut apparaître plus délicate et incertaine.

Rationaliser la gamme de produits offre, certes, des avantages indéniables pour clarifier l'offre et réduire les charges (*cf. supra*). Pourtant, il semble impératif d'accompagner cette simplification de multiples précautions. Elle doit ainsi se réaliser en harmonie avec la politique commerciale et marketing à long terme. Principal écueil à éviter : l'élimination de « petits » produits qui offrent un potentiel de croissance à long terme, ou qui revêtent un intérêt « tactique » (par exemple, un mandat auprès d'un institutionnel « phare », qui peut faire office de référence commerciale au sein d'un segment de clientèle).

Quant à la consolidation des plates-formes opérationnelles, elle exige des investissements substantiels et comporte des risques réels. Si l'on considère le stade de développement actuel des technologies du secteur, il est parfaitement envisageable (plusieurs exemples le prouvent) de centraliser, voire d'externaliser des plates-formes opérationnelles dont la couverture s'étend à l'échelle paneuropéenne ou mondiale. Cependant, il s'agit là de projets longs et coûteux, qui peuvent excéder le seuil de 15 M€ pour des acteurs dont l'encours dépasse les 60 Md€ et qui disposent de trois plates-formes opérationnelles ou plus. De plus, les risques organisationnels et opérationnels sont considérables car les



unités s'opposent souvent à la volonté centralisatrice du siège. Or, les processus à modifier concernent des centaines de transactions quotidiennes et les enjeux d'une défaillance du règlement-livraison peuvent porter sur des centaines de milliers d'euros.

Implications pour le management

S'ils veulent tirer le maximum de bénéfices de leur croissance, les gestionnaires d'actifs ont la nécessité de comprendre en détail leur fonction de coûts, de bâtir un socle de croissance solide, et enfin de conserver cet équilibre lorsque se présentent des opportunités de croissance externe.

Analyser les principaux inducteurs de coûts et les niveaux de coûts fixes et variables de chaque activité est une priorité pour les gestionnaires. Cela permet de mieux orienter les efforts d'optimisation, en comparant le potentiel d'amélioration que représente une action sur les volumes avec le potentiel qu'offre une réduction de la complexité. Ainsi, nous avons pu observer des sociétés de gestion dont la gamme de produits avait été rationalisée et les processus hautement automatisés, mais dont les coûts opérationnels dépassaient nettement les moyennes européennes. Cette situation s'expliquait en bonne partie par le maintien de plusieurs plates-formes informatiques dans différents pays dont les redondances étaient multiples. Dans cet exemple, les efforts d'optimisation doivent porter davantage sur la complexité, alors qu'un travail sur les processus n'aurait qu'un intérêt marginal.

Dans le même temps, le management doit impérativement concevoir un socle de croissance solide, qui prenne en compte trois dimensions fondamentales :

- *la stratégie* : les modèles opérationnels en gestion d'actifs semblent se polariser entre acteurs « intégrés » et acteurs « multi-entités ». Pour les acteurs « intégrés », la cohérence du processus d'investissement et l'attribution de ressources de recherche et d'analyse aux gestionnaires font figure de facteurs clés de succès. Dans ce contexte, la quête d'économies d'échelle s'avère cruciale, car la standardisation des processus et la consolidation des systèmes favorisent l'unité de l'ensemble. A contrario, les acteurs « multi-entités » peuvent accepter quelques redondances dans les opérations, car l'autonomie des équipes dans chaque entité favorise une plus grande diversité des styles de gestion, et donc une meilleure performance. On le voit, lorsque les orientations stratégiques diffèrent, les solutions pour optimiser les coûts peuvent diverger radicalement ;
- *l'organisation* : le modèle opérationnel étant défini, il s'agit de délimiter en conséquence les périmètres, les rôles et les responsabilités des différentes équipes. Pour les acteurs paneuropéens, le choix concerne à la fois la structure et la localisation des unités de gestion. Certains acteurs



« intégrés » tendent à mettre en place des « centres de compétences », au sein desquels une équipe prend en charge une classe d'actifs (par exemple, les actions européennes). Depuis l'un des pays où le groupe est implanté, elle couvre l'ensemble de sa zone géographique. Suivant la logique précédemment exposée, les acteurs « multi-entités » seront moins enclins à suivre une telle approche ;

- *les opérations et les systèmes d'information* : une fois l'organisation cible déterminée, il reste à adapter le dispositif opérationnel (processus et systèmes). Souvent, les acteurs « intégrés » ont déjà centralisé les systèmes de gestion des ordres, et cherchent à consolider la tenue de position. Comme nous avons pu le constater, il n'existe pas de barrière technologique à la fusion des systèmes de tenue de position à l'échelle paneuropéenne, voire mondiale. Au cours de cette étape, le principal obstacle qui risque de se dresser tient à une vision du modèle opérationnel cible peu claire ou que ne partagent pas toutes les unités opérationnelles. Une telle situation risque, en effet, de se solder par une forte résistance au changement.

Enfin, pour parvenir à exploiter au mieux les économies d'échelle, il est important de conserver cet équilibre lorsque se présentent des opportunités de croissance externe. Le gestionnaire peut définir un « mode d'emploi d'intégration » explicitant comment une nouvelle entité viendrait s'insérer dans le dispositif si elle était acquise par le groupe (par exemple, quelles activités seraient transférées vers des processus centralisés). La qualité d'un tel modèle d'intégration peut contribuer, de manière décisive, à garantir, voire à augmenter, la valeur de l'acquisition.

Les économies d'échelle existent bel et bien, mais il nous semble que les rechercher à tout prix ne permet pas de parvenir à une véritable maîtrise des coûts, et peut même avoir, dans certains cas, des effets pervers. Une feuille de route établie sur la base d'une compréhension fine de la dynamique de coûts et d'une clarification du modèle opérationnel nous apparaît comme un moyen efficace de poser les fondations d'une croissance rentable.

NOTES

1. Notre analyse s'appuie sur une enquête annuelle que nous conduisons auprès des gestionnaires d'actifs européens. Cette étude exploite les données recueillies en 2004 auprès de 112 acteurs qui représentent 60 % des encours sous gestion en Europe.
2. La taille correspond, dans le secteur, au volume d'encours sous gestion.
3. Croissance des actifs liée à leur valorisation boursière, par opposition à la croissance des actifs du fait de la collecte.
4. Nous entendons par « unité opérationnelle » des entités d'une taille importante (plus de 20 % de l'encours total) qui mènent à la fois une activité de gestion et des opérations (*middle-office*, plate-forme de tenue de compte et/ou de négociation).