



GESTION : PARIS PEUT-IL ÊTRE LE « BOSTON DE L'EUROPE » ?

PIERRE BOLLON*

Le concept de Place financière est difficile à cerner, comme le montrent les contributions à ce numéro de la Revue d'économie financière. Si l'on parle d'un métier, la question est à la fois plus simple et plus ambiguë. Plus simple, parce qu'il s'agit d'une profession, d'un ensemble de sociétés qui exercent des activités similaires, même si c'est en poursuivant des stratégies différentes. Plus ambiguë, parce que précisément il s'agit d'entreprises, tendues vers le seul but de la satisfaction de leurs actionnaires. Pour être concret, disons que s'installer en partie à Londres, à Luxembourg ou à Athènes est, si cela est fait intelligemment, un atout pour une société française de gestion de portefeuille, et sans doute favorable au rayonnement, à la puissance de Paris en tant que Place européenne de gestion. Est-ce toujours ressenti comme bon pour Paris en tant que Place financière ? Le parti pris de ce papier est de se concentrer sur les deux premiers aspects.

L'exemple des Etats-Unis montre en effet qu'il est possible que les sociétés de gestion les plus puissantes et qu'un grand nombre de petits et moyens *asset managers* ne soient pas installés là où est la place boursière dominante. Une ville comme Boston peut ainsi, à condition de créer l'environnement favorable, regrouper nombre d'entre elles. Des sociétés de gestion sont installées en Floride, au Colorado ou en Californie.

Autrement dit, même si Euronext ne devait pas réussir à devenir la première entreprise de marché en Europe, Paris pourrait toujours prétendre jouer le rôle d'un « Boston de l'Europe » en matière de gestion de capitaux pour le compte de tiers¹. Cela est possible, mais n'est pas gagné d'avance, loin de là. Sous l'égide de Paris Europlace, un groupe « Gestion-Investisseurs », présidé par Alain Dromer et Alain Leclair², travaille sur cette question au moment même où cet article est rédigé.

Plusieurs réflexions ci-après sont d'ailleurs actuellement examinées dans ce cadre. L'idée centrale est que, pour que Paris puisse assurer son

* Délégué général de l'Association française de la gestion financière (AFG-ASFFI).

L'auteur remercie Carlos Pardo pour sa lecture critique et constructive de cet article.

avenir comme centre européen de gestion, il revient à l'industrie elle-même de s'en donner les moyens, dans un cadre réglementaire adéquat qui reste largement de la responsabilité des pouvoirs publics. Pour cela il faut en définitive que, s'appuyant sur un fort marché intérieur (I), des acteurs dynamiques et exemplairement structurés (II) sachent tirer parti d'un écosystème favorable (III).

UN MARCHÉ INTERIEUR QUI DOIT ACCÉLÉRER SA MUTATION

L'exemple américain le montre amplement : dans le domaine de la gestion, comme dans bien d'autres industries, la force exportatrice vient plus aisément aux acteurs qui s'appuient sur un marché intérieur fort et dynamique.

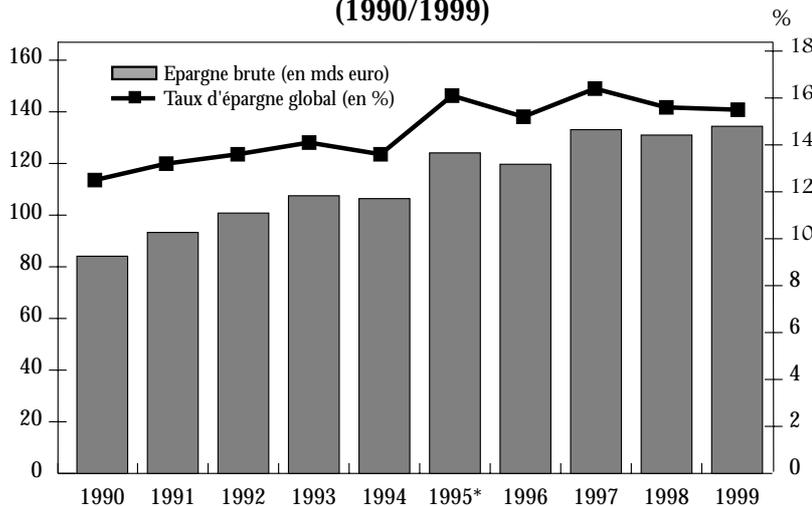
En ce domaine, la situation de notre pays peut être décrite comme paradoxale. L'épargne française est abondante mais, malgré de récents progrès, elle est encore très insuffisamment tournée vers des investissements en actions. Quant à la force, relative, de la gestion collective française, elle ne parvient pas à compenser la faiblesse de l'investissement institutionnel.

Une épargne abondante

La « matière première » potentielle de l'industrie de la gestion, l'épargne, est abondante et s'est maintenue à des niveaux élevés au cours de la dernière décennie, comme le montre le graphique n°1. Ce n'est donc pas, *a priori*, un accroissement de l'épargne nationale qu'il faut rechercher pour assurer le rôle de Paris comme centre européen de gestion.

138

Graphique n°1
Epargne brute et taux d'épargne global des ménages en France
(1990/1999)



Source : Comptes de la Nation, estimations du CREP.

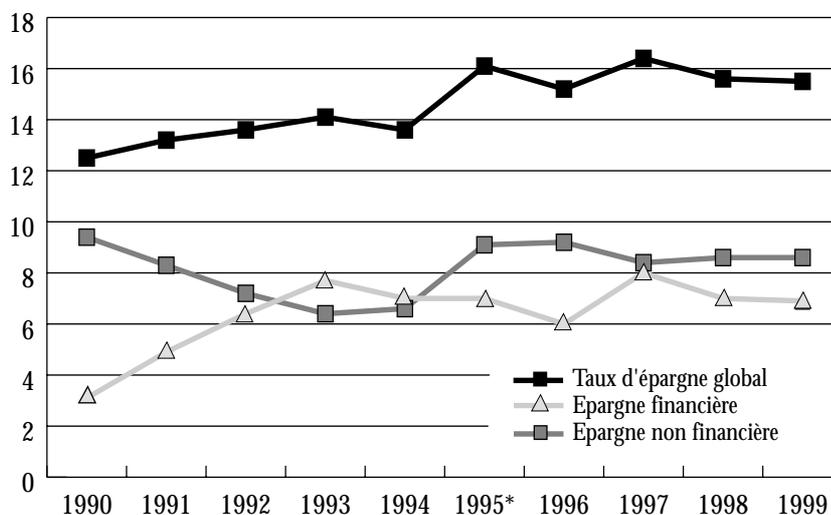
Une épargne financière stabilisée et à trop court terme

Cette « matière première » est d'autant plus importante qu'elle s'est très nettement « financiarisée » au début de la décennie 1990. Depuis 1994, cependant, un palier semble avoir été atteint et la composante « non financière » de l'épargne continue à l'emporter sur la composante « épargne financière ».

L'industrie de la gestion n'a donc plus pu compter, depuis lors, sur l'évolution positive en ce domaine du marché de l'épargne (graphique n°2). Un accroissement de la part « financière » de l'épargne et, au sein de celle-ci, une modification structurelle en faveur des produits longs de marché devrait donc être recherchée.

Notre pays se caractérise en effet par une sorte de « transformation à l'envers », selon la formule d'Alain Leclair, le président de l'AFG-ASFFI : la volonté d'épargne longue des Français se traduit par des placements courts, faute, essentiellement d'une, offre et d'une fiscalité adaptées.

Graphique n° 2
Evolution du taux d'épargne des ménages en France (1990-1999)
(en %)



Source : Comptes de la Nation, estimations du CREP.

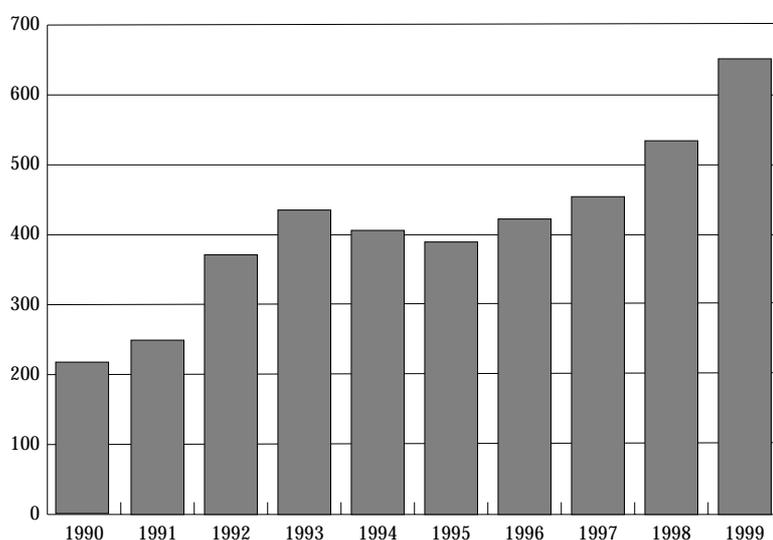
Une gestion collective qui, bien qu'à nouveau en expansion, croît moins vite que dans les pays voisins

Le début de la décennie 1990 a été particulièrement faste pour la gestion collective française. Dopé notamment par le succès des fonds

monétaires, qui permettaient aux épargnants de profiter sans risque du niveau très élevé des taux courts, notre marché national des OPCVM a plus que doublé en trois ans, passant de 216 milliards d'euros d'actifs gérés fin 1990 à 435 milliards fin 1993 (cf. graphique n°3).

La France se trouvait alors très largement en tête du marché européen des OPCVM, dont elle représentait plus du tiers.

Graphique n°3
Actifs nets des OPCVM à vocation générale en France
(en milliards d'euros)



Source : AFG-COB

Au milieu de la décennie, plusieurs éléments défavorables sont venus casser cette forte expansion, et notamment un net durcissement fiscal, la hausse des taux longs et la faiblesse des marchés actions. C'est ainsi qu'en 1994 et 1995 les trois principales catégories d'OPCVM ont vu chacune leurs actifs gérés diminuer (cf. tableau n° 1).

La fin de la décennie s'est révélée beaucoup plus favorable pour le marché français de la gestion collective, qui a renoué avec une forte expansion (cf. graphique n°3 - tableau n°1) : + 17,6 % en 1998 et + 21,9 % en 1999

Mais cette croissance revenue ne doit pas faire illusion. Une partie importante de celle-ci est due, tout d'abord, à l'effet de la hausse boursière.

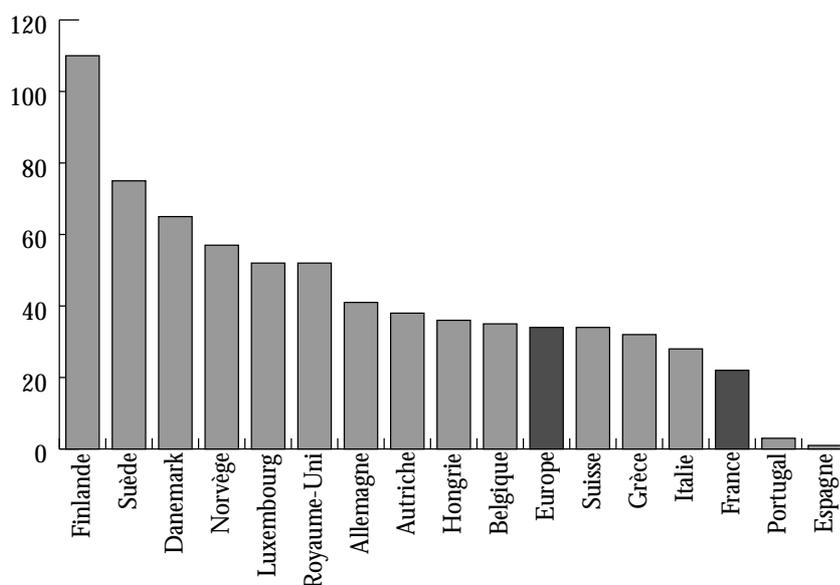
De plus, le marché des OPCVM croît désormais dans notre pays bien moins vite que dans la quasi totalité des autres pays européens (cf. graphique n°4).

Tableau n°1
Taux de croissance annuels des actifs nets par catégorie de fonds (en %)

Catégorie de fonds	1991/1990	1992/1991	1993/1992	1994/1993	1995/1994	1996/1995	1997/1996	1998/1997	1999/1998
Obligations	28,9%	77,9%	58,9%	-15,3%	-4,0%	12,1%	-0,9%	7,2%	-7,7%
Monétaires	14,8%	41,1%	-13,9%	-5,4%	-7,5%	-3,7%	-10,0%	1,3%	13,5%
Actions	-2,0%	28,7%	35,2%	-3,1%	-4,3%	25,6%	37,5%	43,3%	68,3%
Diversifiés	6,9%	90,3%	135,6%	10,8%	3,9%	24,4%	42,2%	41,9%	33,7%
Garantis	nd	nd	nd	-5,2%	21,9%	36,0%	38,8%	21,0%	8,2%
Actifs nets totaux	15,1%	49,0%	17,2%	-6,7%	-4,1%	8,5%	7,5%	17,6%	21,9%

Source : AFG-COB

Graphique n° 4
Taux de croissance des actifs des OPCVM en Europe en 1999 (en %)



Source : FEFSI

Il en résulte que notre pays n'est plus en valeur absolue, depuis fin 1999, le « leader des OPCVM en Europe ».

Si l'on tient compte pour l'Allemagne des *Spezialfonds* destinés aux investisseurs avertis (cf. tableau n°2), l'industrie française de la gestion collective se situe même désormais au 4^{ème} rang mondial (et non plus au second) après les Etats-Unis, l'Allemagne et le Luxembourg.

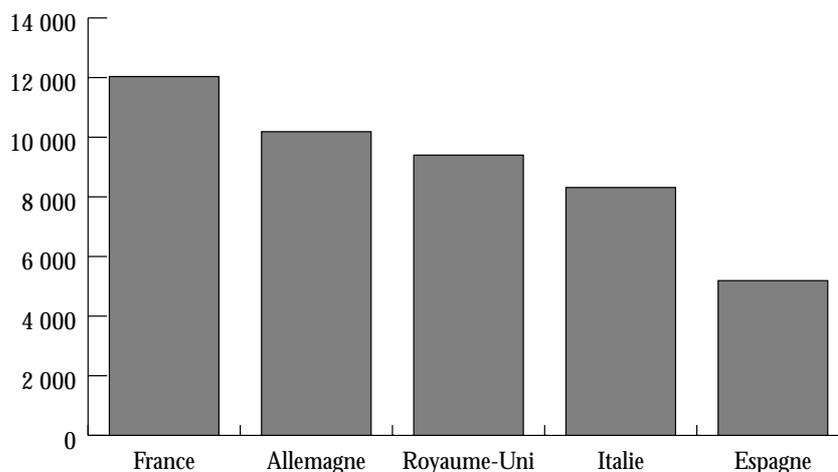
La France garde cependant - provisoirement ? - la première place en Europe en termes d'actifs gérés par tête d'habitant (cf. graphique n° 5).

Tableau n° 2
Actifs nets des Fonds d'investissement et des OPCVM à vocation générale
(en milliards d'euros)

Pays	31/12/98		31/12/99	
	Montant	Variation en %	Montant	Variation en %
Allemagne (FI)	575,7	25,10%	756,4	31,40%
Dont OPCVM-VG	162,1	20,30%	231,9	43,00%
Luxembourg (FI)	486,8	24,20%	714,4	46,70%
Dont OPCVM-VG	428,1	24,90%	636,5	48,70%
France (FI)	572,9	18,90%	706,2	23,30%
Dont OPCVM-VG	534,1	18,50%	651,7	22,00%
Royaume-Uni (FI)	356,2	10,50%	584,7	64,10%
Dont OPCVM-VG	243,3	14,10%	354,6	45,70%
Italie (FI)	354,1	93,60%	475,5	34,30%

Source : AFG-FEFSI

Graphique n° 5
Fonds d'investissement par tête d'habitant (en euros à fin 1999)



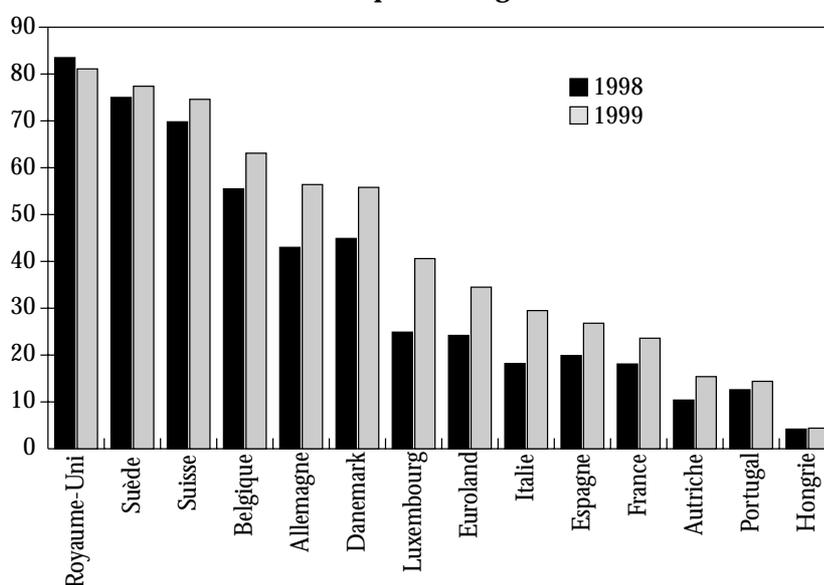
Source : AFG/FEFSI/OCDE

*Une gestion collective encore insuffisamment tournée
vers les produits actions*

La croissance retrouvée de l'industrie française de la gestion collective est désormais, et c'est une bonne nouvelle, tirée par les OPCVM actions et, dans une moindre mesure, par les OPCVM diversifiés (cf. tableau n°1). Cette évolution est favorable en ce que ces produits sont source pour les gestionnaires d'une meilleure rémunération. Elle ancre aussi

l'industrie de la gestion dans sa fonction d'instrument au service du financement des entreprises et donc de la compétitivité et de l'emploi. Cependant, la part relative des OPCVM actions reste en moyenne beaucoup plus importante dans les autres pays (cf. graphique n°6). L'écart a même tendance à se creuser avec nombre d'entre eux, qui connaissent une véritable explosion de ce type de fonds. Des mesures incitatives à la détention accrue d'actions par les épargnants français seraient pour le moins les bienvenues pour aider à combler cet important écart.

Graphique n° 6
OPCVM actions en pourcentage des actifs totaux



Source : FEFSI

Une gestion institutionnelle encore insuffisamment développée

Notre pays, c'est une banalité que de l'écrire, n'a pas à ce jour mis en place des structures aptes à recueillir l'épargne longue, notamment en vue de la retraite. L'absence de ce segment long prive les gestionnaires français du marché intérieur qui aurait permis leur développement dans le domaine de la gestion institutionnelle sous mandat.

Trois facteurs viennent cependant tempérer ce point de vue. Le premier est que le savoir-faire des professionnels français leur a permis de remporter nombre d'appels d'offre de fonds de pensions internationaux pour la gestion de leurs titres investis en France ou dans la zone euro. Le deuxième est que les sociétés de gestion de portefeuille françaises,

qu'elles soient entrepreneuriales ou intégrées à des groupes financiers, apportent à leurs clients français - particuliers ou caisses de retraite - un service dont ils se déclarent très satisfaits. Une enquête réalisée en juin 1999 par l'OFGRI a ainsi montré un degré de satisfaction croissant des institutionnels français pour la gestion déléguée de leurs réserves (près de 90 % de réponses favorables). Le troisième facteur positif, le plus massif en termes d'encours gérés, est que les sociétés d'assurances confient désormais par mandat au marché - principalement mais pas uniquement à leurs filiales ayant le statut de société de gestion de portefeuille - la gestion de leurs réserves techniques qui sont, on le sait, en croissance rapide. Cela représenterait fin 1999 un tiers des actifs gérés par la profession.

Il reste cependant que, pour l'industrie française de la gestion et d'ailleurs pour notre place financière dans son ensemble, la faiblesse des investisseurs institutionnels français est un - si ce n'est « le » - handicap majeur. La création d'un segment long de l'épargne salariale et de produits de retraite en capitalisation sont des impératifs absolus pour notre place.

DES SOCIÉTÉS DE GESTION DYNAMIQUES QUI DOIVENT CONFORTER LEUR INDÉPENDANCE ÉCONOMIQUE

144

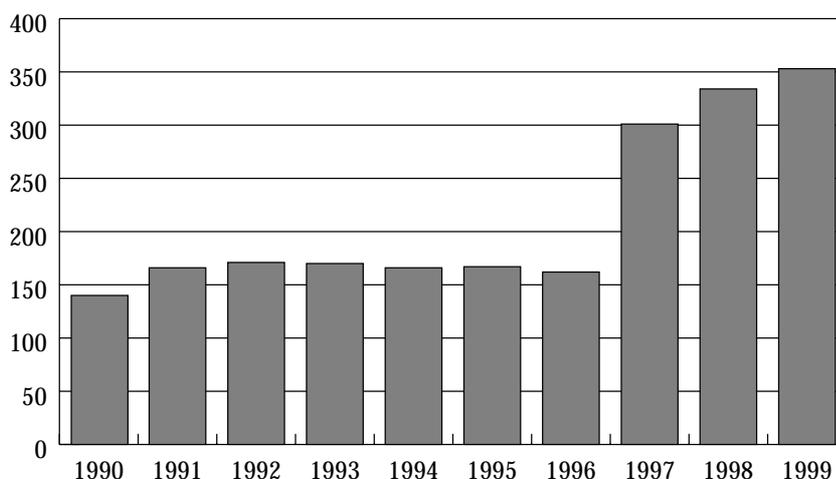
Le métier de la gestion pour compte de tiers a très majoritairement adopté, dans les mois qui ont suivi sa rénovation par la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996, le statut de société de gestion de portefeuille (SGP) qu'avaient déjà choisi depuis 1989 nombre de sociétés entrepreneuriales. En moins de trois ans, banques et sociétés d'assurances ont massivement filialisé leurs activités de gestion. C'est là un événement structurant positif majeur.

Significatif de ce succès est le fait que le mouvement de création se poursuit (cf. graphique n°7) ; 1999 a vu ainsi une création nette de 19 nouvelles sociétés et leur nombre atteint désormais 353 unités. Parallèlement, le nombre de sociétés dédiées uniquement à la gestion d'OPCVM continue de diminuer (-11 unités en 1999). Ces évolutions témoignent de la dynamique de croissance et de restructuration de l'industrie française de la gestion.

Particulièrement significatives sont la création de sociétés de gestion entrepreneuriales qui - pour reprendre l'expression du fondateur de l'une d'entre elles - sont de véritables « pépinières de talents individuels », la multiplication des sociétés de gestion spécialisées dans le capital-risque et l'installation à Paris de filiales de sociétés de gestion étrangères. Ces dernières sont les bienvenues sur notre place. Pour les acteurs français, en effet, les conséquences éventuellement négatives de ce mouvement en termes d'accroissement de la concurrence sur le

marché français comptent peu en définitive au regard de l'effet positif que leur installation entraîne pour le renom de Paris comme place européenne de gestion. Mieux vaut être attaqué depuis Paris que depuis Dublin, Londres ou Luxembourg !

Graphique n°7
Nombre de sociétés de gestion de portefeuille en France



Source : AFG/COB

Cette indépendance juridique du métier, que le rapport « Gérard de La Martinière » d'Eurolplace avait dès 1995-1996 appelé de ses vœux, a été renforcée par un effort important en matière de déontologie. L'organisation professionnelle du secteur, l'Association française de la gestion financière (AFG-ASFFI), a ainsi adopté des codes de déontologie très volontaristes (adoption le 17 avril 1996 d'un nouveau code de déontologie des OPCVM rénovant celui de 1990 et le 3 avril 1997 d'un code de déontologie de la gestion individualisée sous mandat). Ancré du côté des épargnants, le métier de la gestion se devait en effet, pour mériter la confiance de ses clients, de se situer à la pointe des standards internationaux dans ce domaine. Cet effort, coûteux pour l'industrie, était en tout état de cause nécessaire pour que Paris puisse prétendre à être à l'avenir une place de gestion de premier rang, apte à attirer les mandats internationaux. Dans le même esprit, les gérants français jouent aujourd'hui un rôle très actif en matière de gouvernement d'entreprise, participant désormais beaucoup plus largement aux assemblées générales des entreprises dont leurs fonds détiennent des actions. « Bien gérer, c'est aussi bien voter » est le mot d'ordre de cette révolution silencieuse mais fondamentale.

Indépendances juridique et déontologique sont donc désormais acquises, sous le contrôle sourcilieux de l'AFG-ASFFI et de la COB. Mais qu'en est-il de l'indépendance économique ? La situation est semble-il plus contrastée à cet égard. Les sociétés de gestion ont certes désormais leurs propres comptes d'exploitation, ce qui est une saine incitation à la vérité des prix. On manque cependant encore d'études sur l'« économie industrielle » du métier et ce devra clairement être l'une des priorités de la profession au cours des prochaines années.

Les données disponibles³ tendent à montrer que la rentabilité globale des sociétés de gestion françaises est très bonne, mais qu'un nombre non négligeable de sociétés (47) affichent des pertes. Ces chiffres méritent d'être doublement nuancés. Tout d'abord, le nombre de sociétés déficitaires n'est pas forcément alarmant si l'on tient compte du nombre élevé de créations : on peut en effet concevoir qu'une entreprise n'atteigne pas immédiatement son point mort. En sens inverse, on peut estimer que cette industrie, jeune, a besoin de dégager une rentabilité extrêmement forte - et non seulement satisfaisante - si elle veut disposer des moyens lui permettant de financer sa croissance externe et interne. Les investissements nécessaires pour faire face à la concurrence sont en effet très importants, notamment en matière de recherche et de formation. Nombre de professionnels estiment ainsi que les réseaux de distribution, bancaires et d'assurance, captent aujourd'hui une part trop importante des marges et, qui plus est, qu'ils l'utilisent à financer un état chronique de surcapacité et de sous-productivité et non à la nécessaire rénovation des méthodes de commercialisation. Paris, en tous cas, ne sera une place puissante de gestion que si l'exercice de cette activité sait y être durablement très profitable.

LA NÉCESSITÉ DE BATIR UN ÉCOSYSTÈME FAVORABLE

Paris pourra, enfin, être le « Boston de l'Europe », si à l'image de cette ville, s'y développe un véritable « écosystème » favorable, pour reprendre l'expression mise en avant par Alain Dromer dans les travaux préparatoires du groupe de projet d'Europlace (cf.I). Risquons-nous à mettre en avant ici quelques-uns - leur inventaire complet dépasserait largement le cadre de ce papier - des éléments de cet écosystème. Trois points peuvent ainsi être mis en avant : un réseau cohérent de professions associées, un système de formation et de recherche performant, un cadre réglementaire et fiscal incitatif.

La nécessité d'un réseau cohérent de professions associées

L'industrie de la gestion vit en symbiose avec tout un tissu de professions.

Primus inter pares, le dépositaire joue un rôle clef pour les OPCVM. Les banques françaises sont, et c'est un atout pour l'industrie de la gestion, particulièrement en pointe dans ce domaine. Mais c'est un grand nombre d'activités liées à la gestion qui peuvent, ou doivent, être exercées par des entreprises qu'il serait peut-être réducteur de qualifier de « sous-traitantes » : valorisation, conservation, mesure et/ou attribution de performance, actuariat, relation clients, commissariat aux comptes, organisation informatique, conseil juridique ou fiscal, conseil en organisation...

Paris se doit d'assurer le développement et la qualification de ces maillons essentiels.

Un système de formation et de recherche à développer

Notre pays a une vraie tradition de fortes compétences dans le domaine de la formation scientifique. Celle-ci peut être un atout extrêmement précieux pour le métier de la gestion sous au moins deux aspects.

Le premier est celui des techniques financières, qui sont de plus en plus novatrices, sophistiquées, et exigent de ceux qui les font progresser et/ou les mettent en œuvre un fort niveau en mathématiques. Ce n'est pas un hasard si les salles de marché de Londres emploient nombre de nos compatriotes...

Le second domaine est celui des technologies de l'information, qui jouent un rôle majeur dans le métier de la gestion, et pas seulement pour la distribution des produits. Paris pourrait et devrait devenir un centre de recherche privilégié pour ces nouvelles techniques.

La profession devra davantage participer à cet effort de formation en s'impliquant plus encore qu'aujourd'hui dans notre système éducatif (grandes écoles et universités) et en mettant en place sous son égide les programmes de formation continue nécessaires.

Les sociétés de gestion, pour leur part, devront développer leurs équipes de recherche. Cela aura à l'évidence un coût important.

Un cadre réglementaire et fiscal qui doit devenir plus incitatif

Il y aurait là matière à maints rapports de plusieurs centaines de pages. Le point central est qu'il faut que les pouvoirs publics français - Parlement, ministère des Finances, COB - sachent adopter une attitude favorisant l'innovation et faire la part des impératifs - nobles - de protection des épargnants ou - moins compréhensibles dans le cadre d'une concurrence internationale exacerbée - de préservation de subtils équilibres politiques.

Cela est vrai tout d'abord en matière fiscale et sociale, qu'il s'agisse de la taxation de l'épargne ou de celle des acteurs.

S'agissant de la taxation des produits, il faut que l'épargne longue - fonds de pension et segments longs de l'épargne salariale - bénéficient d'une situation au moins aussi favorable que celle que l'Etat sait accorder à d'autres types de placements : investissements dans les DOM - TOM ou dans le cinéma par exemple, dont on se gardera de discuter de l'utilité, mais qui n'ont qu'un intérêt limité pour la promotion de notre place. On voit mal, aussi, la logique économique qui justifie l'assujettissement des Sicav à la taxe professionnelle, surtout lorsque celles-ci sont des « coquilles » qui délèguent leur gestion à des SGP elles-mêmes redevables de cet impôt. Pourquoi, de plus, imposer à la TVA cette délégation, alors que ce n'est le cas ni de celle des fonds communs de placement ni, bien entendu, de celle des OPCVM dans les autres pays européens ? Une des dispositions les plus destructrices pour la gestion institutionnelle française - déjà privée de la clientèle de fonds de pensions nationaux - est celle (art. 209 OA du Code des impôts) qui taxe chaque année les accroissements de plus-values latentes des entreprises - et notamment des sociétés d'assurances - sur les OPCVM qu'elles détiennent alors que si elles portent les titres en direct, elles ne sont taxées que sur les plus-values effectivement réalisées dans l'année. Comment s'étonner dès lors (cf. I) que les assureurs allemands qui ne connaissent pas ces contraintes - achètent massivement des *spezialfonds* tandis que leurs homologues français ne sont pas, sauf pour les contrats en unités de comptes, de très forts détenteurs d'OPCVM ?

S'agissant de la fiscalité des acteurs, on se bornera à rappeler, car cela est très connu, que l'accumulation de prélèvements sociaux et fiscaux sur le facteur travail contribue à renchérir pour les sociétés de gestion le coût de leurs équipes installées en France. Elle rend aussi, en raison de forts taux marginaux en vigueur, difficile la mise en place de systèmes de rémunération à la performance efficace. Elle est un fort obstacle à l'attraction à Paris des talents étrangers qui seraient si utiles pour surmonter ce qu'un consultant a récemment nommé la « forte culture domestique » de nombre de sociétés de gestion françaises.

En matière de réglementation de l'activité de gestion et des produits, ensuite, des progrès considérables ont été accomplis au cours des dernières années. La loi de juillet 1996 offre aux sociétés de gestion un cadre propice à leur développement. La palette des produits autorisés s'est, quant à elle, considérablement enrichie en 1998 (loi portant DDOEF de juillet et décrets de décembre) : introduction tant attendue des OPCVM à compartiments, des OPCVM à procédure et réglementation allégées destinés aux investisseurs avertis et des fonds maîtres et nourriciers, assouplissements pour les fonds indiciels - qu'ils soient gérés

passivement ou plus activement - et les fonds de fonds. De forts bémols s'imposent cependant. Les fonds à compartiments ont été autorisés trop tard, la plupart des acteurs français ayant déjà construit leurs gammes au Luxembourg. Les OPCVM allégés ne peuvent être vendus aux assureurs, que leurs autorités de contrôle jugent probablement indignes d'être considérés comme des investisseurs avertis. Les fonds nourriciers sont, près de deux ans après le vote de la loi, toujours en attente du décret d'application qui leur permettrait d'avoir recours aux instruments dérivés. Bref, les professionnels ont en permanence l'impression de devoir arracher à des pouvoirs publics réticents l'autorisation de pouvoir fabriquer en France ce qui leur est si facile de fabriquer ailleurs en Europe, et de réimporter. Ces « escarmouches » finissent certes en général par aboutir à des solutions concrètes constructives, mais beaucoup d'énergie et de temps ont été consommés entre temps, qui auraient été mieux utilisés à concevoir et à vendre des produits innovants.

Il conviendrait pour diminuer ces difficultés structurelles, d'associer plus fortement des professionnels au système de régulation et de contrôle. Il serait ainsi utile que l'industrie française de la gestion soit représentée au Collège de la COB, où se prennent nombre de décisions essentielles. Il faudrait aussi que se mette en place un système de production de normes européennes, y compris au niveau réglementaire car le niveau de la directive est clairement inapte à une régulation fine et suffisamment souple du secteur. La montée en puissance de FESCO, qui pourrait être l'embryon d'un régulateur/contrôleur européen (Euro-Sec) doit donc être encouragée. Il ne serait clairement pas indifférent pour notre place que son siège soit situé à Paris.

NOTES

1. Il serait à l'évidence favorable pour Euronext, dont on ne peut que souhaiter le succès, que Paris soit une place de gestion puissante. Et la présence d'une entreprise de marché efficace à Paris est clairement un atout, aujourd'hui, pour la gestion financière.
2. Alain Dromer préside CCF Capital Management ; Alain Leclair, vice-président de Paribas Asset Management, préside depuis 1997 l'Association française de la gestion financière (AFG-ASFFI) et a présidé de juin 1999 à juin 2000 la Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement (FEFSI).
3. Notamment dans les publications de l'AFG-ASFFI, de la FEFSI et de la COB.