

# LES ZINZINS

HENRI DE CASTRIES\*

## *L'ÉMERGENCE D'UN MÉTIER*

La mondialisation des marchés à l'origine de la spécialisation du métier. La grande vague de « mondialisation » a touché tous les intervenants sur les marchés financiers. Elle a conduit, à la fois, à une globalisation des entreprises et à une spécialisation toujours plus poussée des métiers, dont bien sûr, celui d'investisseur institutionnel.

Cette vague a atteint initialement la France par le biais de la construction européenne, qui a, en fait, abouti à une déréglementation « tous azimuts ». Mais on peut également citer des exemples de mondialisation voulue - et réussie - d'entreprises financières, comme celui d'AXA, présent aux Etats-Unis dès 1992 et dans l'ensemble du Pacifique, par l'Australie et Hong-Kong, depuis 1995.

L'origine planétaire, plus lointaine, du mouvement doit être recherchée dans ce que l'on a appelé les Big Bangs boursiers qui ont éclaté à New York, puis à Londres. On ne s'étonnera donc pas des aspects très anglo-saxons qui marquent désormais les marchés de la gestion institutionnelle. Mais des conditions locales, plus spécifiques à l'Europe continentale, auraient en tout état de cause conduit à l'émergence du métier d'investisseur institutionnel. Cette émergence est aujourd'hui « officialisée » par une filialisation des activités dans ce domaine - d'ailleurs exigée par la loi. Assureurs et banquiers français disposent désormais de filiales d'*asset management*, de gestion d'actifs.

### *En France, le rôle de l'intermédiation de l'épargne*

Le métier lui-même a évolué de ce fait. Un court rappel historique permet de l'illustrer. Pour nous en tenir à l'après-guerre, « l'explosion » de l'assurance-vie dans notre pays date du milieu des années 80, parallèlement à la désinflation réussie : à partir de ce moment, les assureurs ont

---

\* AXA.

eu à gérer des masses croissantes de provisions mathématiques ; ils les ont longtemps placées en obligations d'Etat, que les exigences de congruence faisaient essentiellement françaises. La durée relativement courte de la plupart des produits d'assurance-vie et le niveau des rendements, initialement très élevé, ne pouvaient d'ailleurs que les encourager dans cette direction. Le rôle « moderne » d'investisseur institutionnel des banques est un peu plus ancien, datant du début des années 80 et concomitant du plafonnement de la rémunération des dépôts à terme, qui a été à l'origine d'une autre « explosion », celle des SICAV de court terme. Dans ce domaine également, la gestion a été relativement peu complexe, le gestionnaire achetant des titres courts (du Trésor, des banques ou des entreprises). Du fait de cette dernière explosion, la France s'est trouvée placée dans le « peloton de tête » de la gestion d'OPCVM - sans que cette situation soit totalement représentative de l'émergence d'un nouveau métier. L'expérience antérieure des SICAV dites Monory, créées après 1976, n'avait pas atteint une dimension comparable.

96 Au total, au cours des deux dernières décennies et avant même que ne se fassent sentir les facteurs qui seront analysés plus loin, l'épargne française a été de plus en plus intermédiée. Les entreprises détiennent une part importante (environ 40 %) des OPCVM court terme. Mais pour l'essentiel, c'est l'intermédiation de l'épargne des ménages qui a fortement progressé : alors que le total de leurs créances financières brutes est passé de 6.767 milliards de francs à la fin de 1986, à près de 15.000 milliards à celle de 1996, les réserves d'assurance ont été multipliées par plus de 10, atteignant environ 17 % du total (2.500), cependant que les OPCVM qu'ils détenaient alors étaient de l'ordre de 1 200 milliards, à comparer à 686 milliards dix ans plus tôt.

Le changement de dimension des sommes à gérer ne pouvait pas ne pas finir par produire des effets sur l'organisation des acteurs et leurs performances : « l'artisanat » n'était déjà plus possible. Les besoins croissants et divers des ménages, l'arrivée de l'euro qui va encore aviver la concurrence et l'anglo-saxonisation du marché de la gestion institutionnelle constituent autant de raisons de nouveaux développements du métier, qui appellent une nouvelle offre de la part de ses praticiens.

#### *LES NOUVELLES RAISONS DU DÉVELOPPEMENT DE LA GESTION INSTITUTIONNELLE EN FRANCE*

L'intermédiation croissante de la gestion de l'épargne des ménages français est un processus qui doit se poursuivre.

Des causes économiques vont dans ce sens, que renforcent des facteurs que l'on peut qualifier de socio-juridiques et que l'on a résumés par le concept « d'anglo-saxonisation » du marché.

*Deux causes économiques*

*La première d'entre elles est le vieillissement, inéluctable, de la population française*

Un tel vieillissement, en alourdissant le poids potentiel des pensions, ne va pas faciliter la gestion de notre actuel système de retraite, presque tout entier fondé sur la répartition. L'évolution dans ce domaine va contraindre d'aller plus avant dans la mise en œuvre de trois solutions, toutes peu populaires ; la part de chacune dans ce qui a été appelé le *triangle maudit* variant selon les alternances politiques : une augmentation des cotisations, un allongement de la durée de cotisation et un abaissement du taux de remplacement - et ce dans une économie où la diminution du nombre des actifs, prévisible après 2005, et de celui des enfants, ne sera pas favorable à la croissance économique - ce qui, toutes choses étant égales par ailleurs, entretiendra une faible inflation et des rendements obligataires bas. Le Japon ou, plus près de nous, la Suisse, sont déjà dans des situations de ce type. Le reste de l'Europe continentale s'y achemine également, alors que ses systèmes de retraite sont du même type que le nôtre, avec les mêmes conséquences politiques et économiques.

*Un préfinancement de retraites gérées en capitalisation*

97

Aussi, en France, comme dans les autres pays de l'Union, le « modèle » apparaît-il devoir être celui des pays anglo-saxons qui ont, depuis longtemps déjà, choisi de compléter les retraites gérées en répartition par des mécanismes de *préfinancement*, gérés quant à eux selon la technique de la *capitalisation*. Ces mécanismes pourront être collectifs (ainsi les fonds d'épargne-retraite que prévoyait la loi Thomas, dont on attend le nouvel avatar) ou individuels, comme aux Etats-Unis par exemple (la différence dans ce cas avec l'assurance-vie traditionnelle étant le traitement fiscal et social, qui doit être nettement amélioré pour tenir compte de l'allongement du produit).

Ce mouvement devrait permettre d'obtenir un effort supplémentaire de la part des cotisants, effort qu'ils accepteront s'ils savent que les sommes correspondantes leur appartiennent en propre. Dans un premier temps, qui pourrait durer une décennie, si l'on en croit les expériences étrangères, une épargne nouvelle va donc apparaître, qu'il va falloir gérer.

Les actifs en représentation de ces produits particulièrement *longs* devront être placés dans des titres à rendement plus élevé que celui des obligations des Etats européens : actions domestiques et internationales bien sûr, mais aussi obligations des sociétés ou des pays à croissance plus rapide, immobilier le cas échéant.

Il ne s'agira plus alors de gestion obligatoire « nationale » relativement simple, mais d'une mondialisation nécessairement complexe, et davantage risquée appelant de véritables spécialistes, et aussi une organisation de contrôle des risques.

#### *L'arrivée de l'euro va dans la même direction*

La constitution d'un vaste marché monétaire et financier européen a, en effet, eu pour condition, imposée par l'Allemagne et ses alliés, la mise en œuvre d'un *pacte de stabilité* dont le résultat doit être une rigueur budgétaire, condition à terme d'une diminution des émissions obligataires des Etats membres.

L'euro aura au moins une autre conséquence : la *taille critique* des acteurs de la gestion institutionnelle va désormais se mesurer, au minimum, au niveau européen. Ainsi s'explique, avec « l'offensive » des grandes institutions américaines sur notre continent, l'actuel mouvement de concentration financière. Sur le grand marché mondial et européen, une *marque* largement connue devient alors une exigence.

#### *« L'anglo-saxonisation » du marché de la gestion institutionnelle*

Le marché est désormais dominé par une série de concepts et de mécanismes d'origine anglo-saxonne, dont trois paraissent essentiels :

- importance du *classement* des gestionnaires ;
- intervention de *consultants* entre le gestionnaire et le client final ;
- enfin, dans des gestions où les valeurs à revenu variable commencent à jouer un rôle plus important, *considération* accrue pour l'*actionnaire* : on trouve là le phénomène de la *corporate governance*, de la « gouvernance des sociétés par actions ». Ici encore, les fonds de pension américains ont exercé une influence fondamentale, que l'on peut véritablement qualifier de *structurante*, sur le métier. Compte tenu de l'internationalisation des actifs des fonds, et plus généralement, des investisseurs institutionnels américains, cette influence se globalise. Nous l'avons bien noté chez AXA, qui compte désormais parmi ses actionnaires importants des institutionnels soit anglo-saxons, soit influencés par la pratique anglo-saxonne.

Une conséquence est aussi que, sur un marché mondialisé, les investisseurs institutionnels ne peuvent rester hexagonaux : avec l'euro, ils doivent être au minimum européens. Ceux du prochain millénaire seront planétaires ou ne seront plus.

Les effets de cette évolution ne se limitent pas aux seuls investisseurs institutionnels : c'est l'ensemble de la pratique du capitalisme français qui se trouve affecté. On peut ainsi citer les trois points suivants :

- dénouement des participations croisées, qui sonne notamment la fin des « noyaux durs » d'actionnaires ;

- liberté de vote des gestionnaires et
- présence active aux assemblées.

Ces aspects socio-juridiques sont cruciaux : alors que les investisseurs institutionnels ne cessent de s'y adapter, le capitalisme français, quant à lui, ne pourra plus être le même.

### *UNE NOUVELLE OFFRE DE LA PART DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : LES CINQ P*

On a décrit en introduction l'investisseur d'hier comme un *artisan* (*performant*). Les évolutions qui viennent d'être notées ont conduit à une profonde *refonte* des organisations dans le sens d'une professionnalisation et d'une spécialisation toujours accrues.

#### *Gestion pour compte de tiers*

Je viens d'évoquer l'internationalisation. L'épargne nouvelle que va dégager le continent européen devra être gérée.

Aux côtés de leur clientèle « traditionnelle », les investisseurs institutionnels s'adressent de plus en plus à des « tiers » : dans le cas des assureurs, le placement des actifs en représentation est devenu une de leurs deux activités financières. Certes, aux côtés de la gestion pour compte de tiers, le « client » assureur demeure le plus important. Mais il doit justement être traité comme un véritable client, c'est-à-dire quel-  
qu'un auquel la filiale d'*investment management* offre la même qualité de services qu'aux clients « tiers ». Ces services et ces résultats sont résumés par la pratique anglo-saxonne par cinq mots en P. Je pense pour ma part que l'on peut en retenir sept.

99

#### *Les cinq P*

Les cinq mots les plus couramment rencontrés sont les suivants :

(1) *Performance* : on retrouve ici les classements - sachant toutefois que les classements doivent s'apprécier dans le temps, à des horizons qui ne sont pas toujours les mêmes, horizons qui doivent être fixés en accord avec le client. C'est également avec ce dernier que sera déterminé l'étalon de référence (*le benchmark*, qui peut lui-même être simple ou complexe) par rapport auquel sera jugée la performance : c'est ainsi que le client ne pourra reprocher à l'investisseur institutionnel de ne pas faire mieux par exemple que le CAC 40, s'il a choisi un autre étalon qui aurait moins progressé que l'indice des grandes valeurs de la bourse de Paris.

(2) *Personnes* : probablement, le P le plus important. Compte tenu de la multiplication des produits et des marchés, l'investisseur institutionnel devra s'entourer d'experts de haut niveau - ce qui entraîne également

des conséquences au niveau des capitaux que requiert aujourd'hui le métier. On y reviendra.

(3) *Processus* : un élément clé pour le consultant, qui préférera un processus d'investissement bien défini aux intuitions fulgurantes, mais finalement faillibles, de l'artisan de naguère.

Le processus comprend au moins trois phases, que l'on peut décrire ainsi :

- d'abord après la fixation de l'horizon et de l'étalon, c'est-à-dire des besoins des clients, une réflexion *actif-passif* (*asset-liability management*). C'est pour avoir dans le passé négligé une telle réflexion, et ne pas avoir réalisé une *congruence lato sensu* (temporelle et en termes de rendement et de devise - *stricto sensu*, la congruence assurantielle s'arrête à l'adéquation en devise de l'actif et du passif) entre leurs créances et leurs dettes que de nombreux investisseurs institutionnels ont failli à leurs engagements.

- ensuite, une réflexion *stratégique*, à l'intérieur des contraintes précédentes et en se fondant sur des analyses macro-économiques et macro-financières, déterminera l'*allocation d'actifs*, par pays et/ou par type d'actif. Parallèlement une analyse financière et une étude des marchés de crédit doivent être menées, cette dernière portant de plus en plus, à l'image de ce qui se fait outre-Atlantique, sur les obligations des sociétés, à rendement plus élevé que celui des Etats.

- enfin, les gestionnaires décideront des valeurs particulières à acheter.

100

(4) *Philosophie* : dans ce domaine, le vocabulaire est presque totalement anglo-saxon...

- la gestion sera *top-down* ou *bottom-up* : c'est-à-dire fondée sur une analyse stratégique ou limitée à une analyse financière. Pour des raisons évidentes de taille de marché et, jusqu'à ces dernières années, de relative insularité, de nombreuses gestions américaines étaient *bottom-up*, alors qu'en Europe prédominait le *top-down*.

- *small cap vs large cap* : les petites valeurs cotées ou les grandes.
- *croissance vs valeur*.

(5) *Produits* : on ne tentera pas de décrire ici la multiplication des produits désormais offerts par les investisseurs institutionnels, en réponse aux besoins eux-mêmes toujours plus divers de leurs clients ; cette multiplication est permise par le progrès des technologies de l'information ; celles-ci supposent toutefois de coûteux investissements en hommes, en logiciels et en machines.

A ce stade, se pose une question cruciale : l'investisseur institutionnel doit-il être présent sur l'ensemble de la chaîne, c'est-à-dire doit-il *fabriquer et distribuer le produit*, ou se « limiter » à la seule gestion ou à la

seule distribution. Il s'agit d'une alternative que connaissent bien les assureurs, avec le débat sur la *bancassurance*.

*Je suggère d'ajouter deux autres P :*

6) la construction de *Portfeuille* (« Portfolio construction ») : elle consiste à déterminer en ligne à ligne les valeurs qui composeront un portefeuille.

Deux soucis dominant : le choix des bonnes valeurs et la définition de leurs poids respectifs dans le portefeuille. Cette étape vise à produire un portefeuille ayant un « tracking error » (risque relatif) face à son *benchmark* parfaitement maîtrisé. En clair avoir une structure de portefeuille qui permette soit de reproduire fidèlement les variations de l'indice de référence avec moins de valeurs que celui-ci, ou encore mieux, de le surperformer.

7) et des *capitaux Propres*

Je viens d'évoquer les coûts du métier moderne d'investisseur institutionnel, de plus en plus importants. La taille, la nécessité d'une marque mondiale, celle de garantir des risques eux-mêmes croissants, le coût des hommes et des équipements, enfin, appellent, en effet, d'importantes ressources en *capitaux Propres* que seules les organisations les mieux gérées peuvent offrir. On l'a bien vu encore récemment avec les difficultés de certaines banques britanniques à « rester dans la course » dans ce domaine.

101

*Un contrôle des coûts*

La bonne gestion de l'organisation suppose ainsi un contrôle de tous les instants des coûts - lesquels, dans des domaines aussi nouveaux, peuvent déraiper facilement. Pour faire gagner ses clients, l'investisseur institutionnel doit lui-même être profitable.