

DISTRIBUTION DANS L'ASSET MANAGEMENT LE MODÈLE AMÉRICAIN VA-T-IL S'APPLIQUER À L'EUROPE ?



**Naïm
Abou-Jaoudé**

Président du comité
exécutif
Dexia
Asset Management

Trois modèles de distribution coexistent dans l'industrie de l'asset management : exploitation du réseau propriétaire, architecture ouverte maîtrisée ou architecture ouverte pure. Si le premier modèle est celui qui prédomine actuellement en Europe, cette dernière va-t-elle s'orienter vers le modèle américain d'architecture ouverte ?



Depuis plus de 10 ans, nous assistons à la décomposition progressive de la chaîne de valeur dans l'asset management, notamment dans les fonctions de distribution et de marketing. Jusqu'au milieu des années 1990, le modèle qui prévalait dans l'asset management visait à intégrer l'ensemble des fonctions de la chaîne de valeur au sein d'une même structure. Ainsi, la banque et sa société de gestion réalisaient à la fois les prestations de vente et de marketing, de gestion et de

négociation, de fonctions support à valeur ajoutée (*middle office*, *reporting*, analyse de performance...), jusqu'aux activités de *back office* (administration de fonds, dépositaire, conservateur).

LA DÉCOMPOSITION DE LA CHAÎNE DE VALEUR DANS L'ASSET MANAGEMENT...

Depuis plus de 10 ans, ce modèle est largement remis en cause : la décomposition de la chaîne de valeur a dans un premier temps affecté les fonctions de *back office*, principalement

via des opérations d'*outsourcing*, pour s'étendre ensuite aux autres fonctions. Cette tendance s'explique notamment par la traduction opérationnelle d'une conjonction de facteurs :

- la demande croissante des clients pour plus de transparence et une meilleure qualité de service ;
- la volonté des sociétés de gestion de se concentrer sur leurs expertises et de déléguer des activités non-stratégiques face à la sophistication des marchés ;
- la pression des autorités réglemen-

taires visant à éviter tout problème de conflit d'intérêt dans l'industrie.

Cette décomposition de la chaîne de valeur a conduit les sociétés de gestion à créer de nouvelles activités, comme le suivi de la relation et de la qualité de service des prestataires externes, ou à renforcer certaines fonctions existantes – équipe juridique dédiée, intégration des systèmes d'information interne avec ceux du prestataire...

...ET LES CONSÉQUENCES SUR LA DISTRIBUTION EUROPÉENNE

Cette tendance n'a pas épargné les services de vente et de marketing, la distribution *via* des tiers s'affirmant comme un canal de distribution significatif, voire majeur dans les pays anglo-saxons ; ainsi, la part de la distribution *via* des tiers avoisine 80 % des actifs sous gestion sur le *retail* pour les marchés britanniques et américains. En revanche, ce canal représente en Europe seulement 26 % des actifs *retail* : même si elle a progressé sur les 20 dernières années (2 % en 1985, 11 % en 1995), cette part reste largement en deçà des marchés anglo-saxons, du fait du poids prédominant des réseaux propriétaires des banques (encadré).

Si le poids des distributeurs tiers reste encore mesuré en Europe continentale, il est intéressant de constater que ces mêmes distributeurs sont davantage rémunérés que les producteurs, à savoir les sociétés de gestion, et ceci dans tous les pays européens : la part des frais de gestion revenant au distributeur s'établit en moyenne à 60 %, avec des écarts importants selon le pays. Le pays offrant les conditions de rémunération les plus avantageuses pour le distributeur est l'Espagne, avec une part de 78 %. Le marché britannique offre, quant à lui, les conditions les moins avantageuses, avec un taux de 53 % dans le total des frais de gestion. Le producteur reçoit en

moyenne en Europe 40 % des frais de gestion.

La distribution *via* des tiers s'avère plus rémunératrice pour la société de gestion que la vente par son réseau propriétaire, tant sur le marché *retail* que sur le marché institutionnel. Ainsi, sur le *retail*, les revenus de la société de gestion sont 23 % plus importants si elle passe par un distributeur tiers plutôt que par son réseau propriétaire. Cet écart est encore plus important sur l'institutionnel : la rémunération y est 2,5 fois plus importante que la rémunération issue des institutionnels affiliés à la société de gestion (par exemple, la compagnie d'assurance de la banque à laquelle est rattachée la société de gestion).

En termes de revenus, le développement de la distribution par des tiers présente clairement un intérêt pour la société de gestion. Cependant, cette approche n'est pas sans conséquence pour l'industrie et mérite d'être analysée au regard de l'ensemble des composantes environnant la société de gestion.

LE MODÈLE D'EXPLOITATION DU RÉSEAU PROPRIÉTAIRE

Le premier modèle identifié est celui de la société de gestion privilégiant son réseau propriétaire. Il est notamment appliqué en Italie par les sociétés de gestion locales, qui font peu appel aux distributeurs tiers. La société de gestion exerçant une activité principalement au service de la banque à laquelle elle est rattachée, les bénéfices tirés de ce modèle en sont une concurrence directe plus limitée pour la société de gestion, une source de revenus moins volatile que les autres modèles, et une structure de coût généralement plus réduite. Les contraintes sont cependant nombreuses pour la société de gestion : la dépendance vis-à-vis d'un distributeur unique, la nécessité d'offrir une large gamme de produits pour répondre aux besoins

DISTRIBUTION DE FONDS EN EUROPE

Quatre circuits majeurs

La distribution globale de fonds en Europe passe principalement par quatre canaux :

- les réseaux propriétaires (banques de détail, banques privées ou compagnies d'assurance) ;
 - les fonds de fonds ;
 - les plateformes ou les supermarchés de fonds ;
 - les conseillers indépendants.
- Le poids de chaque canal

varie considérablement selon le pays étudié. Ainsi, celui de la banque de détail représentait près de 30 % des encours en France, contre 70 % en Espagne. Si la banque (de détail et privée) et l'assurance dominent la distribution en Europe, ce sont les conseillers indépendants qui constituent la source de distribution la plus significative sur le marché britannique.

des clients de la banque, des revenus plus faibles que ceux pouvant être tirés d'une distribution externe, une connaissance plus limitée des tendances de marché, enfin d'éventuels conflits d'intérêt entre la banque et la société de gestion vis-à-vis de leur client. Par ailleurs, la question qui se pose dans ce contexte est celle de la rentabilité réelle de la société de gestion dont l'activité est de répondre majoritairement aux besoins des clients de la banque.

“En termes de revenus, le développement de la distribution *via* des tiers présente clairement un intérêt pour la société de gestion.”

LE MODÈLE ALLIANT RÉSEAU PROPRIÉTAIRE ET ARCHITECTURE OUVERTE

Le second modèle, mis en œuvre par Dexia AM, est celui des sociétés de gestion alliant un réseau propriétaire et une architecture ouverte maîtrisée (*guided open architecture*). Les avantages de cette démarche sont plus nombreux :

- le revenu moins volatile issu de l'exploitation du réseau propriétaire peut être utilisé pour développer de nouveaux segments de clientèle ;
- il est également possible de capitaliser sur l'expérience acquise auprès du réseau propriétaire (test sur de nouveaux produits...) pour en faire bénéficier les distributeurs tiers ;
- l'exploitation des deux canaux de distribution permet de diversifier les sources de collecte ;
- ce modèle permet enfin à la société

de gestion de compléter sa gamme par l'ajout de produits externes – cas du *sub-advisory* largement utilisé aux États-Unis.

Si les avantages de ce modèle sont nombreux, il présente plusieurs contraintes qui devront être maîtrisées pour en optimiser sa mise en œuvre. En effet, ce modèle demande d'investir dans toutes les classes d'actifs pour répondre aux attentes du réseau propriétaire et des distributeurs tiers, obligeant souvent à faire coexister deux gammes de produits différentes. La société de gestion est du coup confrontée au fait qu'elle ne peut être compétitive sur toutes les classes d'actifs. Par ailleurs, le réseau propriétaire, s'il se met lui-même à distribuer des produits externes en complément de ceux de sa société de gestion, peut mettre en concurrence cette dernière avec les distributeurs tiers retenus en matière de produits, de prix et de performance. Enfin, les conditions de rémunération de la société de gestion sont généralement moins avantageuses dans le cas de l'exploitation du réseau propriétaire que dans celui de la distribution - tiers, comme nous l'avons observé précédemment.

LE MODÈLE D'ARCHITECTURE OUVERTE

Le troisième modèle, qui consiste en l'évolution dans un cadre d'architecture ouverte, est principalement celui appliqué par les boutiques de gestion et certains grands établissements américains qui ont choisi de séparer production et distribution (cas de Citigroup et de Merrill Lynch), ne disposant plus de réseau propriétaire. Dans ce dernier modèle, la clientèle des sociétés de gestion est généralement plus diversifiée. La société de gestion, offrant une gamme de produits plus spécialisée, est davantage en mesure de répondre aux attentes sophistiquées de sa clientèle. D'autre part, la rémunération moyenne de la société de gestion

est plus élevée que dans les autres modèles puisqu'il n'y a plus de réseau propriétaire. Ce modèle, *a priori* plus enviable si nous en observons seulement les avantages, présente cependant des particularités susceptibles de déstabiliser l'activité de la société de gestion. Outre la volatilité plus forte des actifs sous gestion et la concurrence plus intense entre les sociétés de gestion, ces dernières courent surtout le risque de perdre le contact avec la clientèle puisque la commercialisation est assurée par des distributeurs tiers qui gèrent la relation client. Ce modèle contraint également la société de gestion à investir massivement dans des spécialistes produits pour assurer la formation des distributeurs.

Il n'y a pas de modèle "idéal" en matière de stratégie de distribution, chacun des trois modèles identifiés présentant ses propres avantages et challenges. Chaque pays dispose de caractéristiques propres, qui peuvent justifier la prédominance d'un modèle spécifique ou la coexistence de plusieurs modèles. Néanmoins, pour une société de gestion, il apparaît que le modèle d'architecture ouverte maîtrisée constitue *a priori* le modèle le plus équilibré, à condition que la société de gestion sache capitaliser sur son activité "captive" pour répondre au mieux aux attentes des distributeurs tiers.

LA TENDANCE AMÉRICAINE

Aujourd'hui, le modèle le plus répandu en Europe continentale reste celui privilégiant le réseau propriétaire aux dépens d'un recours à l'architecture ouverte, qui apparaît peu significative à ce jour. Cependant, cette dernière tend à se développer rapidement, ce qui nous amène à nous poser la question de la convergence éventuelle avec le modèle américain dans lequel prédomine l'architecture ouverte.

80 % des encours sous gestion proviennent de la distribution - tiers aux

États-Unis, faisant de ces derniers le pays le plus tourné vers l'architecture ouverte. Cette situation s'explique par des raisons historiques, puisque dès 1933, les produits d'investissement ont été interdits de vente dans les banques (Glass Steagall Act). Les clients sont depuis longtemps habitués à investir auprès de plusieurs producteurs à la fois. Ils disposent de nombreuses sources d'information pour sélectionner les meilleurs produits et se montrent d'autant plus exigeants vis-à-vis du producteur. Du côté des *brokers*, on note une certaine résistance à vendre des produits maison auprès de leurs clients. Les racines de l'architecture ouverte aux États-Unis sont aujourd'hui trop profondes pour envisager un changement de comportement.

Il serait pour le moins hâtif de conclure que nous allons assister à un large mouvement de séparation du "producteur" et du "distributeur" aux États-Unis. Si certains établissements ont franchi ce cap en vendant la totalité de leur activité de gestion d'actifs pour ne garder que la distribution, ils restent largement minoritaires puisque, à ce jour, seuls Citigroup et Merrill Lynch ont mis en œuvre cette séparation.

LES PARTICULARITÉS DU MARCHÉ EUROPÉEN

L'histoire de l'Europe est, quant à elle, très différente. Ce n'est que depuis les années 1990 que les sociétés de gestion ont été filialisées alors qu'elles étaient auparavant complètement intégrées dans les établissements bancaires. Si ces dernières conservent encore leur activité d'*asset management*, c'est avant tout pour son potentiel de croissance et la faiblesse des capitaux propres requis pour cette activité. À ce titre, seul 1 % des encours sous gestion en Europe continentale sont gérés par les acteurs indépendants contre 30 % aux États-Unis et 23 % au Royaume-Uni.

« Le modèle d'architecture ouverte maîtrisée constitue *a priori* le plus équilibré, à condition que la société de gestion sache capitaliser sur son activité « captive » pour répondre au mieux aux attentes des distributeurs tiers. »

La fragmentation du marché de l'asset management est la seconde caractéristique spécifique de l'Europe continentale, notamment en termes d'infrastructures et de réglementations. Alors qu'aux États-Unis, il n'y a qu'un seul régulateur pour environ 8 000 fonds en circulation, il y a plus de 15 régulateurs différents en Europe pour environ 29 000 fonds. Ce foisonnement de fonds s'explique notamment par :

- les écarts de traitement fiscal entre les fonds domestiques et étrangers au sein de certains pays ;
- le manque d'harmonisation fiscale entre les pays européens, l'interprétation locale de la réglementation européenne ;
- l'absence de processus d'enregistrement simplifié pour les fonds transfrontaliers.

Ces contraintes constituent un frein au développement de l'architecture ouverte en Europe.

Il est à noter que très peu de banques européennes se sont délestées de leur filiale de gestion et, si certaines ont semblé vouloir séparer la production et la distribution, elles ont finalement toutes opté pour une solution qui leur permettait de garder un pied dans la gestion. C'est notamment

le cas de West LB, qui a créé une joint venture dans l'asset management avec Mellon, de Commerzbank qui, malgré la vente de CCR et de Jupiter, reste présente dans la gestion d'actifs sur son marché domestique, ou encore de Banca Intesa qui, lors de la fusion avec San Paolo IMI, a récupéré quasiment l'intégralité des encours qu'elle avait cédés au Crédit Agricole en mettant fin à la joint venture qu'elle avait lancée avec ce dernier.

ÉVOLUER VERS UN MODÈLE D'ARCHITECTURE OUVERTE MAÎTRISÉE

Le marché américain de la gestion d'actifs apparaît très mûr en matière de distribution - tiers. La séparation complète des activités de production et de distribution, malgré quelques tentatives, est encore loin d'être réalisée et n'est pas pour autant considérée comme la panacée à ce jour. Face à l'abondance de l'offre de produits à disposition du client final, les plateformes de distribution et brokers recréent des unités de sélection de fonds, tandis que les sociétés de gestion investissent massivement dans la formation en créant des entités de spécialistes

“La séparation complète des activités de production et de distribution n'est pas considérée comme la panacée à ce jour.”

produits, ce qui conduit les États-Unis à retourner vers un modèle moins avancé d'architecture ouverte.

De son côté, L'Europe n'a ni la même histoire, ni le même niveau d'intégration que le marché américain : même si la tendance est au développement de la distribution - tiers et de l'architecture ouverte, l'Europe devrait évoluer davantage d'un modèle où le réseau propriétaire est dominant vers un modèle d'architecture ouverte maîtrisée, que vers une séparation de la production et de la distribution. ■

Sources :

- Feri Fund Market Information, "Distribution Dynamics", 2007
- Freeman, "Asset Management Focus", 2007
- ZEW (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung) / Centre de Recherche Economique Européen, données 2006
- Cerulli, "European Distribution Dynamics", 2006
- McKinsey, European Asset Management Survey, 2007
- BCG, étude "Asset Management", 2007
- PWC, "Investment Management Perspectives", octobre 2006
- Strategic Insight, "Fund Distribution: Getting on Select Lists, Securing Partnerships, and Increasing Sales", avril 2006
- European Institute, séminaire 2007
- Funds Europe, juin 2007
- Financial Times, FT Money, juin 2007
- Investment Week, juin 2007
- Fund Strategy, mai 2007
- Freeman & Co Asset Management Research, 2008
- Private Wealth Management, "Selecting the right product", juin 2008



122, rue de Provence
75008 Paris
Tél. 01 44 69 29 70

www.xioneo.com
info@xioneo.com

Expertise Asset Management et Titres

XIONEEO Consulting est un cabinet de conseil en organisation spécialisé dans les domaines de la Gestion d'Actifs et des Titres.

XIONEEO Consulting est membre de SYNTEC conseil en management et est partenaire de l'AFTI.

XIONEEO Consulting a été reconnu pour sa qualité de services par l'OPQCM et par l'AFAQ (label Valorisation des compétences).