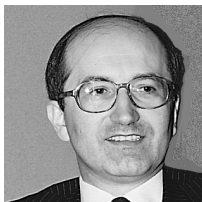


Les sociétés de gestion notamment françaises sont soumises depuis le début des années 1990 à un triple défi lancé par le marché, la réglementation et la technologie. De nombreux acteurs sont conduits à choisir entre une stratégie de croissance ou la spécialisation de leurs activités.

La restructuration de la gestion de fonds



Gaël de Pontbriand
Associé
Coopers & Lybrand
Corporate Finance

La gestion d'actifs financiers connaît depuis une dizaine d'années un environnement particulièrement favorable puisque la masse des capitaux à gérer croît grâce à des flux d'épargne nouvelle mais aussi d'importantes plus-values, les marchés d'actions ayant enregistré records après records. Les gérants ont ainsi pu annoncer de bonnes performances à leurs clients, mais cette brève présentation ne leur rendrait toutefois pas justice. Depuis le début des années 90, ils sont soumis à un triple défi lancé par le marché, la réglementation et la technologie.

Le marché : premier facteur de restructuration

L'exigence d'un professionnalisme accru est d'abord venue des investisseurs institutionnels et tend à se généraliser aux investisseurs individuels. Les méthodes de sélection d'un gérant par les institutionnels sont très rigoureuses aux États-Unis et en Grande-Bretagne et commencent à s'imposer en Europe continentale. Aux États-Unis plus de 80 % des capitaux confiés par ces derniers à un gérant font l'objet d'un appel d'offres, dont le cahier des charges est établi avec l'appui d'un consultant spécialisé. Dans ce processus de sélection, les principaux critères de choix sont, outre la qualité de l'équipe de gestion et la performance, la taille, l'image, le processus d'allocation d'actifs et les services, en particulier la qualité du *reporting*. Les frais de gestion ne jouent qu'un rôle secondaire. Les capitaux sous mandat font l'objet d'un suivi de performance qui est souvent confié à des spécialistes de ce type d'analyse. Ainsi, l'étude récente publiée en Suisse par l'Institut de gestion bancaire et financière met les banques suisses en garde contre leur manque de professionnalisme en matière de recherche.

Deux des plus importants gérants de fonds institutionnels britanniques ont perdu récemment plusieurs mandats pour avoir suivi une politique d'allocation d'actifs trop conservatrice, alors que le marché des actions continuait de progresser en 1997. En France, l'analyse de performance est souvent assurée par l'investisseur lui-même. L'AGIRC, par exemple, a établi son propre indice depuis 1983 qui lui a permis récemment d'attirer ouvertement l'attention sur le manque de performance répété de certains gérants de fonds de plusieurs des institutions qui lui sont affiliées. La dimension «personnelle» dans l'octroi des mandats disparaît ou va disparaître au profit de la qualité professionnelle.

Le marché des actifs et des gérants est devenu mondial

Une autre évolution des marchés des actifs est leur mondialisation. Certes, la gestion est particulièrement développée dans les pays où les marchés des capitaux sont importants : environ 80 % des actifs financiers d'institutionnels dans le monde sont contrôlés par des établissements situés aux États-Unis, au Japon et en Grande-Bretagne, mais le développement récent des marchés de capitaux dans de nombreux pays développés ou en voie de développement (Asie, Amérique latine, Pays de l'Est) a permis aux gérants de diversifier leur portefeuille. Les investisseurs institutionnels américains peuvent allouer jusqu'à 5 % de leurs actifs en titres étrangers. De même, l'euro va créer une nouvelle zone d'investissement. La performance des entreprises cotées en euro va devenir plus facile à comparer. L'allocation sectorielle ne sera plus nationale mais à l'intérieur de l'ensemble de la zone euro.

Par ailleurs, les investisseurs institutionnels ou particuliers fortunés, notamment

américains, sont de moins en moins attachés à la nationalité de l'établissement auquel ils confient un mandat. Leur choix s'opère selon d'autres critères. Des grands acteurs européens tels que la Deutsche Bank ou Paribas ont pu obtenir des mandats de gestion auprès d'investisseurs américains aussi exigeants que Calpers (Paribas). Ainsi la concurrence dans la recherche de mandats ne fait que s'accroître et la guerre des prix n'a pas véritablement commencé.

La gamme de produits à offrir doit être plus étendue. Outre l'internationalisation, qui conduit à élargir l'offre, les besoins des investisseurs institutionnels et particuliers divergent. Par exemple, les fonds des institutionnels tendent, en Europe continentale, à s'investir de plus en plus en actions. En général, ils recherchent des produits aux caractéristiques spécifiques (secteur, monnaie, géographie, sensibilité, etc.), tandis que la masse des particuliers reste orientée sur des produits génériques (essentiellement trois ou quatre catégories de risques). Les équipes de gestion doivent donc être elles-mêmes plus diversifiées pour répondre à ces différentes attentes.

Ainsi le professionnalisme croissant, l'élargissement du champ d'actifs, tant géographique qu'en types de produits, requièrent des investissements en hommes (analystes, spécialistes sectoriels, géographiques, recherche...) et en moyens techniques (systèmes de communications et de traitement d'informations...) de plus en plus coûteux.

La réglementation accélère la restructuration de la gestion d'actifs

L'évolution récente du contexte réglementaire français favorise la réorganisation de la gestion d'actifs. L'autonomie de la gestion pour compte de tiers requise depuis la loi du 2 juillet 1996 et le règlement 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ont conduit à un mouvement de filialisation de la gestion en France. Cette séparation permet de mieux juger de la performance et des conditions d'exploitation des sociétés de gestion. Leurs équipes, jusqu'alors centres de coûts, sont devenues des centres de profit. Les années à venir devraient connaître une amélioration de la lisibilité des résultats, notamment en ce qui concerne les prix de transfert des services rendus. La sécurité des investisseurs se trouve ainsi mieux assurée qu'au sein d'organismes intégrés.

La perspective de création de fonds de pension en France va modifier l'attractivité de ce marché pour les grandes sociétés de gestion françaises et surtout internationales. Reste à savoir dans quelle mesure les

conditions retenues par la réglementation qui sera en définitive adoptée, tendront à favoriser les opérateurs existants ou au contraire à inciter des opérateurs étrangers jusqu'ici peu présents à s'intéresser au marché français.

Les fonds de retraite français toujours en question

Les exigences en matière de système, d'allocation d'actifs (obligations versus actions, titres zone euro versus titres monde), les règles d'évaluation des actifs et des engagements sont autant de leviers qui peuvent conduire à une modification de positionnement des sociétés de gestion présentes en France. Une législation proche de celle existante dans les pays anglo-saxons ou au Japon serait une opportunité de développer en France des sociétés de gestion de taille internationale avec des équipes de gestion basées localement. Il s'agit d'un enjeu de place, si l'objectif est que Paris ne reste pas (sauf en Opvm) marginale en gestion institutionnelle à l'échelle mondiale (rappelons que plus de 80 % des actifs institutionnels sont situés aux États-Unis, en Grande-Bretagne et au Japon, 90 % de ces actifs font l'objet de mandats).

Enfin, la présence d'une autorité professionnelle en France, le CMF, est de nature à renforcer la mise en place de règles déontologiques plus proches des exigences des investisseurs anglo-saxons, ce qui est également une condition de compétitivité des sociétés de gestion françaises. Mais le suivi de ces règles nécessite la mise en place de moyens de contrôle, tant de place qu'internes. Le coût d'exercice de la profession en sera accru.

La technologie disponible ne cesse d'évoluer

Si les gérants font encore appel aux théories financières développées il y a vingt ou trente ans, ils trouvent sans cesse des applications nouvelles permettant d'améliorer les méthodes d'allocations d'actifs, les mesures de risque et de créer des produits. Par exemple, l'utilisation des options a permis de multiplier l'offre de produits à performance garantie, les fonds de *futures* et les produits structurés. Mais leur mise au point nécessite des moyens de recherche que seules les sociétés de gestion les plus importantes peuvent financer. Leur commercialisation demande également un plus grand niveau de compétence, ce qui entraîne le recrutement de personnel mieux formé et le besoin d'investir en formation continue.

Les gérants ont également besoin de s'appuyer sur des recherches plus spécialisées, elles-mêmes alimentées par des sources

d'information plus nombreuses, dont le traitement requiert des outils toujours plus performants. Cependant l'impact sur les coûts n'est pas nécessairement une augmentation des frais de recherche, car les prix des sources et des moyens de transport d'information ne cessent de se réduire.

Enfin, les nouvelles technologies favorisent la gestion en direct des clients particuliers. Aux États-Unis, une nouvelle génération de jeunes retraités ont accès, grâce à Internet, aux informations nécessaires pour utiliser les derniers logiciels d'allocation d'actifs et passer les ordres auprès de *discount brokers*. Ce mouvement est-il susceptible de s'étendre à l'Europe ou s'agit-il d'un phénomène temporaire dû à la hausse continue de Wall Street ?

L'ensemble de ces facteurs d'évolution de l'environnement des sociétés de gestion pour compte de tiers se traduit par une augmentation des coûts d'entrée et d'exercice de la profession. Face à cette évolution, les principales options ouvertes aux acteurs de ce secteur sont, si l'on exclut bien entendu la disparition, l'accroissement des capitaux gérés et la spécialisation.

La taille des sociétés de gestion n'a cessé de s'accroître au cours des dernières années. Elle peut être estimée aujourd'hui à des encours gérés minima de 100 milliards de dollars pour une société de gestion inter-

nationale globale, et de 50 milliards de francs pour un acteur français. Aujourd'hui cinq à six établissements français paraissent en mesure de se positionner sur le plan mondial.

La réponse des différents acteurs

L'augmentation du montant des capitaux sous mandat prend des formes différentes : extension de la gamme des produits, extension des réseaux de distribution, soit par développement interne, soit par voie externe. Cette dernière prend la forme d'accord de partenariat, de fusion ou d'acquisition. Les banques et les compagnies d'assurance ont, en France, combiné ces différentes approches pour accroître la masse des capitaux gérés.

Ainsi, les banques ont lancé des activités d'assurance vie qui ont permis de collecter de l'épargne long terme à travers des contrats d'assurance, ou de l'épargne salariale. Elles s'apprêtent à se lancer dans la gestion des fonds de pension. Le montant des capitaux ainsi collectés a cru très rapidement au cours des dix dernières années avec une concentration des capitaux gérés sur un nombre limité d'établissements. A la fin de 1996, six des dix pre-

Les fusions acquisitions de sociétés de gestion de fonds

◆ La restructuration des sociétés de gestion de fonds indépendantes ou jouissant d'une large autonomie par rapport à leur maison mère s'est manifestée par une

augmentation du nombre de rapprochements depuis le début de la décennie, mais aussi de la valeur moyenne de ces transactions.

Le montant des transactions transfrontalières est plus important que les opérations entre acteurs domestiques. Certaines grandes sociétés de gestion qui jouissent de

parts de marché significatives sur leur marché national, estiment que l'acquisition de sociétés de gestion étrangères est l'approche la plus économique pour pénétrer des marchés très développés (États-Unis, Grande-Bretagne et Japon).

Les accidents qu'ont connus Barings ou Yamaichi sont des opportunités quasiment imprévisibles, mais elles ne manqueront pas de se renouveler. Des moyens et une rapidité dans l'analyse et la décision sont alors indispensables pour les saisir.

◆ Les compagnies d'assurance, banques et grands courtiers se livrent à une forte concurrence pour acquérir des sociétés de gestion qui étaient indépendantes ou fortement autonomes. Ces sociétés

Fusions et acquisitions de sociétés de gestion de fonds 1992-1997* (en nombre de transactions)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
États-Unis	2	12	15	10	16	26
Europe	15	25	27	19	20	8
dont France	0	1	1	1	2	1
Autres (Asie, Amérique latine)	0	1	3	3	5	6
Transfrontalières (Europe/États-Unis/Asie)	8	11	11	28	22	20
Nombre total	25	49	56	60	63	60
Valeur totale des transactions domestiques	1,15	2,45	2,27	1,73	3,82	2,77
Valeur totale des transactions transfrontalières	0,54	0,29	0,32	1,58	2,78	8,56
Valeur totale des transactions (milliards de \$ US)*	1,69	2,74	2,59	3,31	6,60	11,33

* Pour dresser le bilan des transactions transfrontalières, nous avons utilisé comme source la base de données d'Amdata. Cette base recense l'ensemble des transactions ayant fait l'objet d'un communiqué, mais ne donne la valeur des transactions que pour environ 15 % d'entre elles. Ceci limite la validité des

montants absolus indiqués dans les différents tableaux de cet article, mais cette absence de données ne concerne, à quelques exceptions importantes près, que les transactions d'un faible montant. Elle permet donc d'amorcer une typologie des stratégies suivies et d'esquisser l'avenir de cette activité.

L'auteur remercie Isabelle Boissard, analyste au service documentation de Coopers & Lybrand Corporate Finance SA, et Kirk Hotte, analyste responsable du secteur financier de Coopers & Lybrand Corporate Finance SA pour la collecte et la présentation des données.

miers organismes de gestion en France étaient des banques, trois étaient des compagnies d'assurance, la Caisse des dépôts arrivant en deuxième position. Historiquement, la capacité de gestion des compagnies d'assurance françaises, était essentiellement tournée vers l'interne (compte propre et primes collectées). Depuis la filialisation de leurs activités de gestion, celles-ci commercialisent leur capacité de gestion à différents types de réseaux.

La nécessité de maîtriser la distribution, confirmée par la suprématie des grands réseaux des banques françaises en matière d'Opcvm, et donc l'accès aux clients est le facteur clé qui permet d'expliquer les nombreux rapprochements entre banques, compagnies d'assurance ou courtiers, d'une part, et sociétés de gestion indépendantes, d'autre part (encadré).

Les risques des stratégies de croissance

Se lancer dans une stratégie d'accroissement des capitaux gérés n'est pas une option ouverte à l'ensemble des acteurs : les moyens requis sont importants et les risques élevés (en particulier la perte d'équipe de gestion) que ce soit par développement interne ou par acquisition. Seules les sociétés

ayant atteint la taille critique peuvent espérer mettre en œuvre cette politique avec succès.

Quant à la survie des autres acteurs, elle reste possible s'ils remplissent au moins l'une des deux conditions suivantes :

- une spécialisation produit/clientèle et géographique avec une équipe de gérants de très grande qualité et reconnue comme telle ;
- un appel à la sous-traitance soit pour les produits où la société n'a pas besoin de compétence particulière, mais qui sont nécessaires dans une gamme minimum, soit pour des activités où les économies d'échelle sont particulièrement importantes et le savoir-faire largement répandu (Opcvm monétaire par exemple). La capacité à choisir ses sous-traitants est un savoir-faire qui permet de sélectionner les plus performants.

Internationalisation, professionnalisation et augmentation du montant des capitaux gérés caractérisent la restructuration en cours de la gestion d'actifs. «*Il faudra désormais choisir son camp entre la fonction de producteur ou de distributeur ou bien opter pour un cumul des métiers au sein d'un groupe*» soulignait récemment Alain Leclair, président de l'AFG-ASSFI. Quel que soit le choix, un mouvement de concentration est lancé auquel ne pourront échapper que quelques spécialistes particulièrement performants. ■

Tableau des principales transactions (en milliards d'USD)

Europe			États-Unis			Transfrontalières		
Acquéreur/cible	Montant	Date	Acquéreur/cible	Montant	Date	Acquéreur/cible	Montant	Date
1 Natwest/Gartmore	720	02.96	Mellon Bank/Dreyfus Corp	1 700	10.93	Merill Lynch (US)/MAM (RU)	5 270	11.97
2 Rabobank/Robeco NV (Pays-Bas)	310	02.97	Morgan Stanley/Van Kampen	1 180	06.96	Zurich Insurance/Scudder, Stenvens & Clark (US)	2 000	06.97
3 Swedbank/Robur Kapitalforvalning	259	10.95	JP Morgan/American Century	900	06.97	Invesco (RU)/AIM Magnt Co. (US)	1 600	11.96
4 Sandoz Foundation/Banque Scandinave (Suisse)	256	04.94	Franklin Ressources/Heine Securities	805	06.96	Amvescap (RU)/LGT Asset Magt (Lich)	1 300	01.98
5 Friends Provident/Ivory & Smile plc (RU)	224	11.97	Fleet Financial/Columbia Management Co.	560	08.97	Franklin (US)/Templeton (Cayman)	1 125	07.92
6 Generali/Prime (Italie)	211	10.96	Van Kampen/American capital	430	08.94	ING (Pays-Bas) Furman Selz (US)	600	08.97
7 Allied Irish Banks/John Govett Ltd	154	12.95	Reich & Tang LP/New England Inv. Co.	352	04.93	TA Ass (US)/Altamira Magnt Ltd (Canada)	585	11.96

n'ont pas les moyens de financer leur développement, en particulier commercial. Compte tenu du phénomène de rareté, les transactions sont réalisées à des prix particulièrement élevés. Le prix des transactions est en général basé sur le

montant des fonds propres auxquels s'ajoute un *goodwill*. Celui-ci est calculé en fonction du montant des capitaux gérés, de la nature des actifs (monétaires, obligataires ou actions), de la nature de la clientèle (institutionnels, particuliers,

entreprises), de la stabilité de cette dernière, de la performance de l'équipe de gestion, de la rareté et enfin de la gamme de services offerts. Les prix payés pour le *goodwill* varient par exemple de 0,6 à 2 % des capitaux gérés en France, de 1,5 à 3 %

en Suisse et s'établissent à environ 1 % au Japon. Ces chiffres sont parfois largement dépassés dans des situations particulières.