



TENDANCES RÉCENTES DE LA GESTION D'ACTIFS EN AMÉRIQUE DU NORD

PETER S. VOSS *

Quelques distributeurs de produits financiers de plus en plus puissants et de moins en moins nombreux dominent le secteur de la gestion d'actifs en Amérique du Nord. Ceux-ci abandonnent le concept de distribution exclusive de produits propriétaires pour adopter une architecture ouverte qui leur permet d'offrir non seulement une gamme de produits plus vaste, mais aussi des services de conseil, qui sont vivement recherchés. Les producteurs (ou gérants) de produits indépendants doivent, par conséquent, livrer une lutte acharnée pour parvenir à pénétrer cette nouvelle architecture et placer leurs produits auprès de ces distributeurs.

Les investisseurs, qui restent inquiets après l'effondrement qu'a connu récemment le marché et qui s'avouent perdus devant la gamme et la complexité des produits proposés par ces distributeurs, exigent désormais des conseils d'une qualité nettement supérieure. Fondamentalement, ce qui était auparavant un marché essentiellement propriétaire pour les services d'investissement aux particuliers s'est transformé en un marché d'architecture ouverte. Cependant, malgré la kyrielle d'options d'investissement existantes, comment a été traitée la majorité des investisseurs qui ont effectué leurs placements eux-mêmes, compte tenu du peu d'importance accordée à la gestion des risques et aux conseils personnalisés ?

Alors que les institutions ont longtemps fait appel à des consultants et des équipes internes spécialisées pour définir la sélection et l'allocation

* Chairman and CEO, Ixis Asset Management Group.
Traduction effectuée par Philippe Willemetz Consultants.

des actifs des fonds de pension, cette approche du type des « gérants de gérants » en matière d'allocation d'actifs et du risque a désormais gagné le secteur des *broker-dealers*, des conseillers indépendants (rémunérés à la commission), des banques, des compagnies d'assurance et des autres sociétés d'investissement. Ces consultants et autres centres internes de recherche supervisent, d'une part, l'élaboration et l'acquisition du produit externe et jouent, d'autre part, un rôle dans son intégration à des offres multiproduits intégrant une notion de conseil rémunéré de manière à avoir une gamme la plus complète et diversifiée possible pour tous types de particuliers. Cette capacité à compléter leur large éventail de produits avec des solutions de conseil plus efficaces représente un atout majeur pour répondre au mieux aux besoins des investisseurs individuels.

CONTEXTE

Transfert des responsabilités vers les individus

Même s'il peut sembler radicalement différent de ce qu'il était il y a seulement quelques années, l'environnement actuel du secteur de la gestion d'actifs n'est pas apparu du jour au lendemain.

Dans les années 1960, les premières sociétés à proposer des *mutual funds* (SICAV) injectèrent des capitaux dans les valeurs de croissance réputées très rentables et, de 1960 à 1970, les volumes échangés quotidiennement sur les plus grandes places financières américaines augmentèrent de 250 %. Les gérants et les fonds qu'ils géraient, dopés par une économie en pleine expansion, contribuèrent à créer une puissante « classe d'investisseurs. »

Dans le même temps, les prestations du système de retraite (*Social Security*) ont cessé de croître bien avant d'avoir atteint le niveau nécessaire à la couverture des besoins de la population en la matière. En outre, certains fonds de pension privés avaient échoué dans l'industrie de la sidérurgie et restaient peu probants dans les autres secteurs, conduisant les gestionnaires des retraites à se détourner des plans d'épargne classiques à prestations déterminées (*defined benefit plan*) au profit des plans à cotisations déterminées (*defined contribution plan*), moins coûteux et plus prévisibles. Lorsqu'il devint évident que ni la Sécurité sociale, ni les prestations de retraite ne pourraient plus être garanties, les employeurs ont proposé des programmes à cotisations déterminées afin de transférer aux personnes directement concernées la responsabilité de leur épargne retraite. La mise en place et la popularité croissante du plan « 401 (k) » assorti d'avantages fiscaux et des comptes retraite individuels a répondu à cette évolution et alimenté cette nouvelle dynamique.



Fonds, consolidation et classe d'investisseurs

Au cours des années 1980, le nombre de *mutual funds* (SICAV), aux États-Unis, offerts aux investisseurs est passé de 564 au début de la décennie à plus de 3 000 en 1990. Pendant cette période, les actifs de ces SICAV se sont considérablement accrus, augmentant de 135 Md\$ à 1 100 Md\$ selon l'Investment Company Institute. Les banques et les compagnies d'assurance, qui possédaient une capacité limitée à élaborer des produits et à faire reconnaître leur nom en la matière, ont perdu la gestion de nombreux fonds de pension publics ou privés (entreprises). En outre, en raison de la loi *Glass-Steagall*, elles ne pouvaient pas efficacement attirer les investisseurs au moment où ils abandonnaient les véhicules d'épargne à court terme pour les placements en obligations et en actions. Avec la déréglementation des commissions de courtage et l'efficacité accrue des opérations électroniques, les frais de négociation ont chuté, entraînant une réduction drastique des marges des courtiers et contribuant au resserrement du marché parmi les maisons de courtage et à l'apparition de courtiers discount.

Au début des années 1990, deux principaux modèles s'imposèrent : quelques grandes et puissantes entreprises jouissant d'une forte présence sur le marché des particuliers et offrant un large choix d'expertise de gestion et véhicule d'investissement sous une même marque d'une part, et d'autre part, un nombre important de sociétés concurrentes plus spécialisées, essayant de grignoter des parts de marché en occupant des segments distincts, que ce soit en termes de classe d'actifs, de styles d'investissement ou de type de clientèle. Cette concurrence accentua encore l'attrait que représentaient les distributeurs de produits offrant les solutions de placement les plus diversifiées et les meilleurs services de conseil.

À la fin des années 1990 apparurent les nouvelles technologies, Internet et une véritable classe d'investisseurs composée de personnes issues de toutes les catégories de la société. Encouragés par l'accès immédiat à l'information et par les faibles frais de négociation, ils profitèrent au maximum de cette explosion technologique, souvent sans bénéficier d'aucun conseil, en utilisant Internet et les services proposés par les courtiers discount, présents désormais en nombre sur le marché. Les informations financières occupaient alors « la Une » des journaux et constituaient le sujet principal de nombreuses émissions de télévision.

Éclatement de la bulle Internet

Pendant les années 1980, et plus encore pendant les années 1990, nombre de particuliers, désireux de contrôler la pérennité de leurs prestations retraite, ont acquis des parts de SICAV dans le cadre de plans d'épargne directs, de plans d'épargne à cotisations déterminées ou de comptes de retraite individuels.



À cette période, la notion d'une force de travail stable s'est, en quelque sorte, délitée dans presque tous les secteurs manufacturiers, extrêmement syndiqués et vacillants. Confrontés au péril du système des retraites garanti par les entreprises et à la fin de la sécurité de l'emploi sur le long terme, et constatant dans le même temps la création extraordinairement rapide des postes liés à la nouvelle économie, les jeunes salariés prirent l'habitude de changer fréquemment d'emploi, tandis que de nombreux autres devaient s'adapter aux conséquences des restructurations de personnel.

Pour répondre à ce nombre croissant de décisions d'investissement prises au niveau individuel, les institutions commencèrent à offrir des services de conseil plus pointus. Les entreprises qui employaient depuis longtemps des consultants externes et des équipes internes spécialisées pour participer à la gestion des actifs de retraite firent appel à eux pour superviser également l'élaboration des plans d'épargne à cotisations déterminées proposés à leurs employés. Selon la Financial Research Corporation, les sociétés de conseil spécialisées ont encadré la sélection des actifs des plans à cotisations déterminées pour un montant de 2 900 Md\$ en 2000, contre à peine 162 M\$ en 1980, l'année précédant le lancement des plans « 401(k) ».

À la fin des années 1990, un grand nombre d'entreprises se sont retrouvées prises dans la bulle financière. Elles prirent des risques inconsidérés pour tirer parti de la situation et des libertés avec leur comptabilité afin de répondre aux attentes du marché et satisfaire aux exigences des analystes, qui pour certains s'affranchirent également des règles habituellement en vigueur.

C'est alors que le marché s'effondra, à partir du deuxième semestre de 2000 jusqu'au début 2003.

Les particuliers et les institutions subirent des pertes considérables dans leurs portefeuilles, surtout dans les classes d'actifs les plus spéculatives.

De 1990 à 2000, le nombre de particuliers prenant leurs décisions d'investissement sans recourir à aucun conseil professionnel avait augmenté de manière significative. Certains menaient eux-mêmes des recherches et plaçaient leur argent avec prudence et de façon responsable. D'autres se montraient, en revanche, nettement moins responsables. Cependant, d'une manière générale, les particuliers étaient devenus beaucoup plus engagés et déterminés à prendre eux-mêmes leurs propres décisions en la matière. Pendant la bulle, cette tendance aux placements « maison » s'accrut encore. Aussi, lorsque la bulle éclata, beaucoup de particuliers perdirent leurs fortunes de papier et virent leurs rêves, par trop irréalistes, s'évanouir. Ils développèrent alors une extrême timidité à l'égard des marchés, redoutant désormais de réaliser eux-mêmes des placements.

HISTOIRE RÉCENTE

Pression

Aux lendemains de l'éclatement de la bulle, les autorités de tutelle renforcèrent leurs contrôles et les agences chargées de faire appliquer les lois soulignèrent la nécessité de renforcer les pressions incitant au respect des réglementations dans le secteur de la gestion d'actifs.

Le coût des procédures de réglementation à suivre au *back-office* vint s'ajouter aux frais des maisons de courtage. Les plus importantes, qui présentaient déjà l'atout de disposer de davantage de produits et de services à offrir, bénéficiaient d'une meilleure efficacité au niveau des activités du *back-office*, ce qui leur permit d'absorber ces nouvelles charges. Les coûts de régulation, ainsi que la nécessité de stabiliser les flux des revenus des entreprises et de concurrencer un nombre croissant de conseillers indépendants, ont entraîné de nouvelles baisses des prix des transactions dans tout le secteur.

Les maisons de courtage discount pâtirent de cette situation davantage que les fonds ou les courtiers car leur activité reposait sur un plus grand nombre d'opérations rapides et à hauts risques, qui caractérisaient la bulle juste avant qu'elle n'éclate. Les particuliers, largement pénalisés par l'éclatement de la bulle, avaient autrefois massivement fait appel à ces courtiers *discount*, souvent sans aucun conseil professionnel. De façon prévisible, les volumes des transactions effectués par ces derniers s'effondrèrent totalement par rapport à leurs niveaux atteints début 2000.

Réponse

De nombreuses entreprises jusqu'alors tournées vers les investisseurs adeptes des formules « à composer soi-même » mirent en avant leur service de conseil ou en créèrent un le cas échéant. Des courtiers comme Charles Schwab & Co et de grandes sociétés de gestion d'actifs, tels que Fidelity Investments, forts de leurs gammes complètes de SICAV gérés par des gérants externes, renforcèrent encore leur position en tant que « plates-formes » pour les conseillers financiers indépendants.

Alors que ces entreprises se mettaient à proposer des services semblables à ceux des grandes maisons de courtage, des sociétés comme Merrill Lynch, Smith Barney et UBS s'orientaient, pour leur part, vers une activité de conseils rémunérée. Ces *broker-dealers*, ainsi que les compagnies d'assurance et les banques, étaient contraints par le marché d'offrir un éventail plus large de produits, regroupant à la fois ceux élaborés par la concurrence, en nombre plus important qu'auparavant, et les leurs.



Tous les distributeurs ont reconnu progressivement l'intérêt d'offrir des conseils. Ils ont attiré les investisseurs grâce à leur renommée, à la gamme de leurs produits et, dans le cas des maisons de courtage et des compagnies d'assurance, à leurs réseaux de vente.

AUJOURD'HUI

Conseil

Les particuliers recherchaient-ils réellement des conseils ? Pouvait-on les convaincre de s'adresser à leurs prestataires de produits d'investissement ?

La réponse est oui, dans les deux cas.

Après 2000, la tendance à la prise de décision individuelle en matière de placement s'était inversée au point que la majorité des particuliers géraient désormais leurs portefeuilles de SICAV non affectés à l'épargne retraite par le biais de comptes supervisés par des conseillers financiers indépendants ou des responsables de compte employés par les *broker-dealers*, les compagnies d'assurance et les autres sociétés.

Quelle que soit leur démarche, les investisseurs se voient désormais offrir une large gamme de solutions tarifées tout compris, tels que des *packages* regroupant tout à la fois services de conseil, d'allocation des actifs, de négociation et d'exécution des opérations.

Les particuliers ne recherchent toutefois pas des conseils uniquement parce qu'ils ont été échaudés en tentant de se débrouiller seuls. Ils se trouvent, en effet, confrontés à un vaste choix d'options de placement, d'où une certaine confusion. Pendant la bulle, n'importe quel investissement dans les valeurs de croissance pouvait convenir, mais immédiatement après son éclatement, les investisseurs comprirent qu'il leur fallait prendre des décisions complexes qui exigeaient des connaissances qu'ils ne possédaient pas ou supposaient d'y consacrer davantage de temps qu'ils ne le pouvaient. En outre, de nouveaux produits d'investissement continuaient d'inonder le marché et beaucoup reposaient sur d'obscures combinaisons entre diverses classes d'actifs et des composants du marché. Les particuliers sont devenus des investisseurs plus qualifiés et cette qualification nouvelle les conduit à rechercher des conseils de plus en plus pointus. Cependant, s'ils veulent se lancer eux-mêmes, de nouveau, un jour dans l'aventure de l'investissement, ils s'apercevront que les composantes techniques du marché s'éloignent chaque jour davantage du royaume du bon sens, aussi sophistiqué soit-il. Dans le même temps, ils ont aussi pris conscience de la nécessité et de l'importance de bénéficier de conseils en matière d'allocation d'actifs qui correspondent à leurs objectifs de portefeuille et à leur profil de risque-rendement.



Gérants de gérants et architecture ouverte

D'une manière générale, les investisseurs institutionnels étaient plus à même que les particuliers pour protéger leurs actifs des pertes les plus catastrophiques provoquées par l'éclatement de la bulle. Une pratique saine de l'allocation des actifs et de la gestion du risque, ainsi que l'adoption de chartes d'investissement interdisant les opérations trop spéculatives, y ont contribué. Leurs performances s'expliquaient également par le niveau supplémentaire d'analyse que ces institutions imposaient à toutes leurs opérations depuis quelque temps. Ces travaux d'analyses, effectués par des consultants externes ou les équipes internes, mobilisaient les esprits les plus brillants du secteur sur les objectifs précis recherchés par ces institutions et sur les investissements qu'elles offraient. Soutenus par les institutions elles-mêmes et connaissant précisément le risque du portefeuille et la manière dont les stratégies d'investissement pouvaient influencer sur les objectifs de ce dernier, ces gérants de gérants ont imposé des procédures très rigoureuses aux gérants d'actifs, qu'il s'agisse de gérants internes ou externes.

Après l'éclatement de la bulle, les principaux distributeurs revinrent à une approche prudente que ce soit en termes d'allocation d'actifs ou de gestion du risque. Hormis le besoin accru d'analyse et de supervision des gérants, certaines entreprises durent également répondre au besoin de moderniser leurs options et menus de solutions d'investissement et services de conseil qu'elles proposaient à des millions d'investisseurs en Amérique du Nord. À cet effet, elles ont dû adopter une méthode qu'elles commençaient juste à découvrir, à savoir intégrer aux systèmes de distribution des gérants et produits externes venant concurrencer directement leurs propres gérants et produits. Tout grand distributeur souhaitant conserver les actifs sous gestion d'investisseurs sophistiqués fut contraint d'envisager d'offrir une gamme beaucoup plus vaste intégrant des produits externes en plus de ses propres produits.

L'architecture ouverte - c'est-à-dire des distributeurs offrant par l'intermédiaire de leur propre plate-forme un large accès à des fonds et à d'autres véhicules d'investissement élaborés par d'autres sociétés qu'eux - devint alors une composante essentielle de ce secteur. Aujourd'hui, selon Strategic Insight, on estime que 80 % des flux des SICAV américaines proviennent de plates-formes d'architecture ouverte.

Les plus grands gérants d'actifs et établissements spécialisés en épargne retraite, tels que Fidelity Investments, sont devenus aujourd'hui des supermarchés de fonds extrêmement populaires, que ce soit pour le particulier ou pour le conseiller financier en gestion de patrimoine, tout en continuant à offrir une vaste sélection de produits externes à leurs clients institutionnels. En résumé, les propres capacités de gestion de ces sociétés sont souvent en compétition avec des gérants externes.



Dans les maisons de courtage, les compagnies d'assurance et les banques, les responsables de comptes réclamaient depuis longtemps, et l'ont désormais obtenu, le droit de proposer un produit concurrent s'ils estiment qu'il répond mieux aux attentes de leur client. Au lieu de simplement prendre les décisions d'investissement avec leurs clients, les responsables de comptes s'attachent de plus en plus à rassembler tous les éléments de la vie financière de ces derniers afin de constituer un dossier complet, et tarifé, qui permet de leur proposer un ensemble d'options correspondant à leur profil de risque, indépendamment généralement de l'origine de ces options ou expertise de gestion.

De la même façon, les plus grandes maisons de courtage, en particulier Merrill Lynch, se sont transformées en supermarchés, en superdistributeurs, dotés de parts de marché enviables. Les *broker-dealers*, les compagnies d'assurance et les autres institutions possèdent aujourd'hui des équipes de recherche et de conseil expérimentées chargées d'étudier et de placer leurs propres gérants, mais aussi des gérants externes et les produits correspondants. Le travail de ces équipes se rapproche beaucoup de celui des consultants de fonds de pension intervenant auprès des institutions dans l'élaboration des plans de retraite à prestations déterminées. Ce sont, en quelque sorte, des gardiens qui, non seulement influent sur le choix des produits retenus par ces institutions dans leurs offres, mais également sur leurs caractéristiques. Les concepteurs indépendants de produits d'investissement doivent, par conséquent, réussir à placer leurs produits auprès des grands distributeurs, mais surtout à faire en sorte qu'ils soient au premier plan. Réussir à être recommandé par les grands distributeurs est devenu un exercice souvent étroitement lié à la capacité à lever des actifs, comme c'est le cas lorsqu'il s'agit de vendre un produit aux consultants institutionnels pour les plans de retraite du secteur privé.

Innovation, persuasion, qualité

Les sociétés de gestion d'actifs indépendantes les plus performantes se montrent de plus en plus novatrices dans leur manière de répondre aux besoins des distributeurs. IXIS, par exemple, forte de sa diversité de styles d'investissement et d'expériences de gestion, offre une allocation d'actifs pointue grâce à une stratégie de portefeuille pluridisciplinaire élaborée autour de la diversification et de la gestion du risque. D'autres sociétés suivent des approches différentes, mais elles veillent toujours à s'adapter aux produits retenus ou non par les distributeurs.

Les SICAV américaines, les comptes individuels et les autres produits d'investissement se positionnent généralement chez les distributeurs en fonction de leur nom, de leurs performances passées, des processus d'investissement fiables sur lesquels ils reposent, de l'intérêt de leur



profil risque-rendement et de la cohérence de leur style d'investissement. Réussir à lever des actifs suppose de savoir distinguer les différents produits concurrents et de parvenir à aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs d'investissement.

QUELLE ÉVOLUTION EN AMÉRIQUE DU NORD ?

Notre modèle d'architecture ouverte et de conseil va-t-il continuer à se développer sur le marché ? Cela paraît probable, à court terme du moins. Les investisseurs commencent-ils à moins éprouver le besoin de recevoir des conseils ? Non, en tout cas pas tant que le marché ne se montre pas suffisamment attrayant pour compenser le prix de l'innocence. Le phénomène des gérants de gérants va-t-il continuer à prendre de l'ampleur et de l'influence sur le marché ? Oui. Cette tendance, liée au besoin de conseil, est désormais trop utile et trop enracinée pour disparaître rapidement. Nous avons découvert il y a quelques années à quel point il est important que les investisseurs disposent des outils qui leur permettent de comprendre toutes les options disponibles sur un marché fortement concurrentiel. Dans cet environnement, les sociétés d'investissement les plus petites et les plus spécialisées ne peuvent survivre qu'en développant et en fournissant des produits répondant réellement aux besoins des plates-formes de conseil les plus sophistiquées. Quel est le grand événement qui se profile à l'horizon ? L'arrivée à l'âge de la retraite de la génération du baby-boom. Les départs à la retraite ont déjà commencé, mais ils vont s'accroître et entraîner un changement massif et une réorientation des actifs des fonds de pensions, posant peut-être parfois des difficultés aux entreprises mal préparées, mais contribuant à l'enrichissement des autres.

QUELLE ÉVOLUTION EN EUROPE ?

Au niveau mondial, le modèle de gestion d'actifs en vigueur en Amérique du Nord peut-il s'appliquer à l'Europe continentale ? Au Royaume-Uni, les investissements s'effectuent déjà par l'intermédiaire d'entreprises de services financiers à l'américaine, souvent par l'entremise de conseillers financiers indépendants. L'Allemagne commençait à connaître le même processus au moment où a éclaté la bulle technologique. En France et dans les autres pays en revanche, à l'exception des grandes villes et des catégories de population les plus aisées, la gestion d'actifs ressemble davantage à ce qui se pratiquait en Amérique du Nord il y a une trentaine, voire une quarantaine d'années.

En s'inspirant du modèle nord-américain, la gestion d'actifs européenne pourrait adopter rapidement un système fondé sur l'architecture ouverte et le conseil. Les populistes vont-ils continuer à réclamer des



plans de retraite à prestations déterminées pleinement garantis pour l'ensemble de la population active ? Les gens vont-ils continuer à préférer la facilité de placement obligatoire à faible rendement à la complexité et l'incertitude qui va de pair avec les placements susceptibles de procurer des rendements plus élevés ? A un moment donné, ceux percevant les bas rendements prendront conscience que dans leur propre pays et dans d'autres, d'autres personnes qu'eux touchent des rendements plus élevés. Mais un régime de prévoyance libéral peut-il vraiment accepter un marché de la gestion d'actifs et de sa distribution complètement ouvert à toutes concurrences ? Les pressions concurrentielles des marchés d'investissements internationaux encore plus unifiés finiront-elles par l'imposer et par mettre à la portée de tous les investisseurs des services de conseil de qualité et de faible coût ? Les principales banques et les autres prestataires de services d'investissement vont-ils faire évoluer leur modèle économique afin de proposer, à défaut d'accepter totalement, une plus grande sélection de produits tiers et des services de conseil plus personnalisés ? Dans le cas contraire, combien de temps pourront-ils encore se démarquer de concurrents plus souples et plus novateurs ?

Ces questions trouveront leur réponse d'ici à quelques années. Les plans de retraite à prestations déterminées et les retraites financées par l'État pour l'ensemble de la population active ne peuvent et ne pourront résister à l'évolution démographique européenne. Lorsque le modèle des plans de retraite à prestations déterminées se sera effondré, les sociétés de gestion d'actifs européennes devront prendre des décisions. Devraient-elles suivre le modèle des banques américaines et continuer à élaborer leurs produits dans leurs domaines de compétence tout en sous-traitant la conception des produits dans les autres secteurs ? De plus en plus de sociétés effectuant ce second choix, l'architecture ouverte, le modèle de gestion d'actifs reposant sur le conseil, pourrait devenir de plus en plus la norme européenne.