

Jean-Claude Hazera,
Journaliste



GESTION D'ACTIFS : PENDANT LA CRISE LES TRAVAUX CONTINUENT

Entendu par Jean-Claude Hazera, journaliste, à la cinquième conférence Gestion d'actifs organisée par les Echos le 15 décembre.

Comment on peut rater une harmonisation européenne

Règlements, directives, on a facilement tendance à mettre dans le même sac tout ce qui vient de Bruxelles et s'impose dans les pays membres. Or un règlement adopté à Bruxelles s'applique directement dans tous les Etats membres dans les mêmes termes alors qu'une directive a besoin d'être transposée. S'agissant de ce qui n'est pour le moment que le projet de directive AIFM qui vise à réglementer tous les fonds autres que les SICAV et autres FCP et notamment les *hedge funds* la Commission Européenne devrait présenter vers le mois de mars un texte définitif ayant vocation à s'appliquer en juillet 2013 après avoir été soumis aux Etats membres et au Parlement. Elle a une préférence pour un règlement, a expliqué Richard Stobo qui s'exprimait au nom de l'ESMA, l'autorité des marchés financiers européenne, à la 5^{ème} conférence annuelle sur la gestion d'actifs organisée le 15 décembre par les Echos. Un peu plus tard François Deloof, responsable mondial de la supervision des risques et de la conformité de BNP Paribas Investment Partners, disait à son tour que ce serait bien d'avoir un règlement qui permettrait « une harmonisation vraie dans toute l'Europe ». C'est une autre table ronde où d'autres orateurs discutèrent d'un premier bilan de la transposition de la directive UCITS 4 réglementant quant à elle le gros des SICAV, FCP et autres fonds qui permit de prendre pleinement conscience de l'importance de cette distinction entre règlement et directive. Non seulement la transposition de UCITS 4 est en retard - même en France- mais surtout elle n'est pas satisfaisante, ont expliqué Eric Sidot de PwC audit et Alain Pithon, délégué général adjoint de l'AFG (Association Française de la Gestion financière). Certaines règles appliquées avec souplesse dans certains pays le sont avec une telle rigueur dans d'autres qu'on peut parler de « sur-transposition ». Dans un certain article 55-2 une divergence de traduction entre l'anglais « *Asset segregation* » et le français « division des actifs » ouvre la voie à des grands écarts. Si l'harmonisation est insuffisante - ce qui est donc encore possible dans son esprit - « on aura raté la cible » a dit Alain Pithon. La cible n'étant rien d'autre que le développement d'un grand marché européen de la gestion permettant à une société de vendre ses fonds dans toute l'Europe tout en assurant une protection convenable des épargnants.

L'Europe défend-elle assez ses gestionnaires de fonds face aux Etats-Unis ?

Si Arnaud Montebourg, chantre de la « démondialisation » avait été là il aurait certainement pris des notes. La cinquième conférence annuelle gestion d'actifs organisée par les Echos le 15 décembre s'est terminée par une description surréaliste de toutes les obligations que les

nouvelles législations américaines imposent aux gestionnaires d'actifs européens qui ont le malheur d'avoir quelques clients américains ou un pied aux Etats-Unis. Stéphane Janin, directeur des affaires internationales de l'AFG (Association Française de la Gestion Financière) qui a tenu à rendre hommage à la capacité d'écoute de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) dont il a contribué à obtenir quelques aménagements d'application s'est quand même interrogé publiquement sur « la cohérence » de l'attitude européenne. L'Europe limite volontairement l'extraterritorialité de la réglementation des fonds d'investissement. Dans ses directives et projets de directives AIFM et MIFID 2 elle prévoit des formalités allégées pour les non européens et notamment les Américains qui voudraient vendre leurs fonds en Europe. Dans le même temps les Etats-Unis imposent leurs nouvelles réglementations financières au monde entier et notamment à l'Europe. Dès qu'un fond européen détient quelques actions américaines, a quelques clients donnant « des signes d'américanité », ne connaît pas bien ses clients (parce qu'il est distribué par d'autres) ou passe par un conservateur de titres qui n'est pas « FATCA compliant » il risque d'avoir les pires ennuis s'il ne se soumet pas à une lourde procédure de déclaration auprès de l'administration fiscale américaine. Ceci au titre de la loi FATCA dont le texte définitif est attendu pour l'été prochain et dont l'objet est de poursuivre partout dans le monde les résidents américains qui essaieraient d'échapper à l'impôt américain. Même type d'effet de la « Volcker Rule » qui interdit aux banques américaines de négocier sur les marchés pour compte propre. Les banques américaines ont bien insisté pour qu'elle soit aussi extraterritoriale que possible a expliqué Stéphane Janin. Devant cette avalanche réglementaire les sociétés de gestion européennes qui ne sont que marginalement intéressées par la clientèle américaine vont totalement fuir cette clientèle. Cependant, ceux qui auront fait l'effort d'être conformes à l'avalanche de règles décrites aussi par Philippe Sebagh de Société Générale Securities Services et Florence Fontan de BNP Paribas Securities Services risquent de vouloir rentabiliser cet investissement en renforçant leur présence américaine, pronostique Stéphane Janin.

La conservation, un métier d'avenir ?

Conserver des titres n'est pas forcément un métier de tout repos. L'affaire Madoff a une ramification européenne qui met en cause le rôle et la responsabilité des conservateurs comme l'explique Stéphane Le Page dans l'enquête publiée par Les Echos le 13 décembre. Du coup la réglementation des conservateurs et de leur responsabilité est un des aspects les plus délicats du futur règlement ou de la future directive AIFM, comme l'a expliqué Richard Stobo, représentant l'ESMA, l'autorité des marchés européenne. Etienne Deniau, directeur de cette activité pour Société Générale Securities Services a donné aux auditeurs de la cinquième conférence gestion d'actifs organisée par les Echos le 15 décembre un aperçu des multiples questions juridiques complexes que soulève la responsabilité ou l'exonération de responsabilité de l'entreprise chargée de la conservation. Mais, au cours de cette même conférence, on a vu émerger aussi les opportunités qu'offre à ces métiers l'avalanche de nouvelles régulations complexes que doivent digérer les métiers de la gestion d'actifs. Solvabilité 2 par exemple va obliger les assureurs à rendre compte de manière très exhaustive de leurs placements en décomposant ligne par ligne des capitaux éventuellement confiés à une gestion extérieure. La production de cette information qui a un vilain nom, la « transparisation », est un métier pour les entreprises de conservation. Laurent Durvilly, directeur produits groupe de CACEIS Bank se frotte les mains. Cela dit la réglementation peut aussi se traduire par des rectifications de frontières entre ces entreprises et une concentration des intervenants car chaque assureur aura intérêt à faire regrouper toute l'information le concernant par une seule entreprise de conservation, pronostique-t-il.

Le marché des obligations demain

Pour le moment le marché des obligations est surtout perçu comme un gros risque nouveau sur les emprunts d'Etat. Tellement nouveau que la réglementation Solvabilité 2 continue à les considérer comme des actifs sans risque ! Déjà soulevé à la Conférence Solvabilité 2 organisée par les Echos le 15 novembre ce point a été évoqué à nouveau au cours de la cinquième conférence gestion d'actifs organisée par les Echos le 15 décembre. Du coup les assureurs pourraient-ils être tentés d'aller chercher plus de rendement en profitant des taux élevés servis par les Etats européens les plus endettés ? Pas sûr. Amaury de Wareghien, directeur financier d'AXA France a en effet rappelé les contraintes comptables qui pèsent tous les semestres. «Il faut que les résultats passent la rampe ». Même s'il est convaincu qu'il sera remboursé *in fine* l'assureur n'aimera pas prendre le risque d'afficher une provision pour dépréciation sur des emprunts risqués.

Le marché des obligations va néanmoins devenir plus vivant et plus sophistiqué puisqu'il va falloir gérer plus finement la différence de risque entre les Etats européens et entre les différentes maturités pour un même Etat a expliqué Philippe Waechter, chef économiste de Natixis Asset Management. Encore faut-il, pour que le marché s'anime, qu'il devienne aussi plus efficient, transparent, liquide et profond. Or le marché secondaire des obligations est jusqu'à présent un marché de gré à gré où le prix proposé à 10h ne sera peut-être pas tenu à 10h30, où on peut avoir de forts écarts entre une valorisation estimée et le prix effectivement obtenu à la vente et où la visibilité sur les prix pratiqués sur d'autres transactions ailleurs sur le marché n'est pas bonne. D'où la vieille idée de créer une ou plusieurs plates-formes de négociation qui émerge enfin. Sylvain De Forges, directeur général délégué de AG2R La Mondiale, ancien directeur général de l'Agence France Trésor, a présenté comme une miraculeuse conjonction astrale les circonstances qui ont permis au groupe Cassiopée qu'il a animé de faire émerger trois projets concrets dont celui de NYSE Euronext qui s'appelle BondMatch et qui a été présenté par Nathalie Masset, directeur adjoint des marchés obligataires européens. Ouvert officiellement « en mode pilote » en juillet 2011, cette nouvelle plateforme devrait commencer à travailler pour de bon à la mi janvier. Elle arrive déjà à obtenir une cotation sur 3 à 400 lignes par jour sur les 1300 listées (il y a 15 000 lignes en euro d'après Sylvain De Forges). Elle vise les « petites » transactions de 1 à 5 millions d'euros, les grosses ayant vocation à se traiter toujours de gré à gré.

Le crédit aux entreprises devient un placement

Lentement mais sûrement, ce nouvel actif s'installe dans l'idée des investisseurs institutionnels, sinon dans leur palette de placements. Les crédits aux entreprises n'ont pas fait l'objet d'un débat à la cinquième conférence gestion d'actifs. Mais plusieurs orateurs y ont fait allusion. Par exemple Philippe Goubeault, directeur financier des retraites complémentaires AGIRC-ARRCO qui a 53 milliards d'euros de réserves à gérer. Cet appétit potentiel fait écho aux propos entendus de la part des banquiers. Par exemple des banquiers spécialisés dans le financement des PPP (Partenariats Public Privé) au cours de la conférence infrastructures de transports organisée par les Echos le 16 novembre. Les nouveaux ratios prudentiels imposés par Bâle 3 font que les banques n'ont plus intérêt à porter sur la durée de tels crédits. Elle envisagent donc, une fois le montage terminé et sécurisé, de refinancer ces crédits en les proposant aux investisseurs institutionnels.

Lentement mais sûrement l'investissement socialement responsable s'impose

L'investissement socialement responsable fut d'abord l'affaire de quelques idéalistes. Puis il bénéficia de l'appui des syndicalistes qui en exigèrent dans la gestion de l'épargne salariale. Il est en train de devenir insensiblement incontournable. C'est l'impression que donnait la table ronde consacrée à ce sujet au cours de la cinquième conférence gestion d'actifs des Echos le

15 décembre. D'abord l'expérience acquise et les études existantes permettent de montrer que l'investissement dans des entreprises respectant le développement durable, les droits humains et leurs consommateurs et qui s'organisent pour le vérifier et le mesurer est aussi bon sinon meilleur que l'investissement dans d'autres entreprises, estime Sylvain Lambert de PwC. Ensuite on arrive à un moment où ne pas s'en préoccuper devient une erreur. Les propos d'Olivier Millet, président du directoire d'Eurazeo PME étaient particulièrement impressionnants. « Maillon faible de l'ISR historiquement, le *Private Equity* va en devenir le maillon fort », a-t-il pronostiqué. La pression vient des investisseurs. Les levées de fonds deviennent difficiles si on ne peut pas montrer patte blanche. Très concrètement Olivier Millet a évoqué un investissement qu'il a refusé dans une belle entreprise important des cuirs tannés d'Inde et de Chine sans trop savoir ce qui se passait là bas, simplement parce qu'il ne veut pas prendre le risque de réputation de se trouver dans la position de Nike il y a quelques années.