

Utilité économique et sociale de la gestion pour compte de tiers

Atout de compétitivité
et de souveraineté

Introduction : Une activité au cœur des flux financiers entre investisseurs et émetteurs

Les encours globaux gérés pour compte de tiers en France, sous forme de mandats de gestion et d'organismes de placement collectif (OPC), approchent les 4 000 milliards d'euros à fin 2017, en progression de 60% depuis 2008, ce qui correspond sur la période à 1 500 milliards d'euros sous gestion supplémentaires. La gestion française occupe la première place d'Europe continentale et représente un cinquième du marché européen.

Les montants en jeu témoignent de la capacité de cette industrie à mobiliser une partie significative et croissante de l'épargne et des patrimoines des investisseurs privés et institutionnels au profit d'agents économiques (entreprises financières et non financières, administrations publiques, organismes parapublics...) en recherche d'une plus grande diversification des sources et des formes de financement. Dans un marché des capitaux globalisé, l'existence en France d'une industrie domestique de la gestion d'actifs puissante est un atout de compétitivité et de souveraineté :

- Compétitivité, car les besoins importants de financement long nécessaire à la croissance de l'économie - notamment en faveur des infrastructures, de la transition énergétique et du développement des entreprises - nécessitent des solutions d'investissement mutualisées permettant aux investisseurs de porter ces risques et de bénéficier des rentabilités attendues.
- Souveraineté, car l'existence dans les principaux marchés développés d'un « biais domestique d'allocation » est favorable à la stabilité des financements des émetteurs locaux et à la souveraineté de leur gouvernance. De plus, l'apport en continu de capitaux aux émetteurs via l'analyse et la sélection de leurs titres participe à l'animation et l'efficacité des marchés via la formation des prix.

Cette note vise à présenter l'utilité économique de cette activité d'intermédiation financière, la gestion pour compte de tiers, qui se définit comme la délégation de la part des investisseurs de la fonction d'investissement et de gestion de leurs capitaux auprès d'entités spécialisées, les sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Cette délégation se réalise contractuellement par la souscription de mandats de gestion ou de parts ou actions d'OPC (fonds commun de placement et sicav), et ce en adéquation avec les besoins multiples des investisseurs tant en termes de liquidité et d'horizon de placement, que du couple risque/rentabilité.

Une première partie fournira un rappel du cadre opérationnel et réglementaire sécurisant pour l'investisseur dans lequel évolue cette activité ainsi que les avantages qu'elle offre aux investisseurs. Ensuite, la volumétrie et la composition des portefeuilles des mandats de gestion et des OPC français seront présentées. Une analyse plus en détail de l'allocation des titres financiers dans les portefeuilles selon la nature et l'origine géographique des émetteurs donnera une mesure de la contribution de la gestion au financement des agents économiques. Enfin, spécifiquement vis-à-vis des émetteurs français, l'évaluation portera sur l'emprise des gestions relativement aux stocks de capitaux et de titres de dettes émis.

1. Un cadre opérationnel et réglementaire sécurisant pour les investisseurs

Afin de remplir leur mission de gestion financière, administrative et comptable, les sociétés de gestion, au nombre de 630 en France à fin 2017, sont organisées autour de plusieurs pôles d'activité regroupant un vaste ensemble de métiers, fonctions et compétences qui concourent à son dynamisme : la commercialisation/marketing, en charge de la promotion de la marque et du développement ; le *front-office*, en charge de l'analyse macro et micro-économique et la gestion financière ; le *middle-office*, dédié notamment au traitement administratif des transactions ; le *back-office*, en charge de la valorisation et la comptabilité des portefeuilles ; le contrôle/conformité, assurant aussi bien la surveillance des risques que le respect des obligations professionnelles et les engagements contractuels ; ainsi que des fonctions supports souvent transversales concourant au bon déroulement des processus (informatique, juridiques et fiscales, finance, ressources humaines...).

Cette organisation permet aux investisseurs, via la souscription de mandats ou de parts ou actions d'OPC, d'accéder à l'expertise de professionnels dont l'activité se réalise dans un cadre organisationnel efficient en matière de contrôle des risques opérationnels et de conflits d'intérêts. En particulier, les directives européennes (OPCVM, FIA, MIF2...) encadrent l'activité des produits/services de gestion et des sociétés de gestion de portefeuille qui les gèrent. Elles font l'objet d'une transposition au niveau national par les régulateurs locaux, en France l'Autorité des Marchés Financiers qui agrée les SGP et les OPC et les suit en cours de vie. De plus, cette activité s'insère dans un écosystème complet (dépositaires, conservateurs, valorisateurs, commissaires aux comptes...) sécurisant pour l'investisseur : ségrégation des actifs chez un dépositaire habilité, contrôle de la régularité des opérations de l'OPC et de la SGP (respect des règles de gestion et d'investissement), transparence des commissions et des frais, fourniture de documents (prospectus, document d'information/DICI,...),...

Ainsi, au niveau micro-économique, la gestion d'actifs participe à la sécurisation et à la valorisation des patrimoines en offrant à différents types d'investisseurs (par exemple, les entreprises pour la gestion de leur trésorerie, les investisseurs institutionnels pour la gestion à moyen-long terme de leurs réserves, les individus pour la gestion de leurs patrimoines financiers...) une large variété de profils de placement et d'allocation en adéquation avec leur horizon d'investissement et leur aversion ou tolérance face aux risques. Avec pour objectifs la diversification et la réduction des risques au sein des portefeuilles des investisseurs, les gérants allouent les capitaux sur l'ensemble des classes d'actifs (monétaires, obligataires, actions cotées ou non, immobilier, infrastructures...), des zones géographiques, des secteurs d'activité... De plus, du fait des masses gérées et de la mutualisation des placements, les investisseurs bénéficient d'un accès efficace aux marchés via des économies d'échelle, une liquidité, et des techniques de gestion souvent inaccessibles en direct.

2. Des offres de gestion adaptées aux besoins des investisseurs

Les encours de la gestion d'actifs, en France et dans le monde, croissent sous les effets conjugués de la valorisation des placements et de la délégation accrue par les investisseurs à la recherche de sources de performance pour la gestion de leurs capitaux. Un certain nombre de facteurs : réglementaires, comme l'ouverture des marchés financiers à de nouveaux acteurs ; économiques, comme la longue période de baisse des taux ; démographiques, comme le vieillissement de la population...ont favorisé cet essor en accentuant notamment la place des investisseurs institutionnels (typiquement les fonds de pension, les caisses de retraite, les sociétés d'assurance, les mutuelles, les institutions de prévoyance...) dans le patrimoine financier des individus. La création et le développement de produits d'épargne longue, en particulier en vue de la retraite, et le besoin de produits plus rentables que ceux offerts par les établissements bancaires sont deux moteurs qui nourrissent directement l'activité de la gestion pour compte de tiers. En effet, les investisseurs délèguent soit directement aux SGP la gestion de leurs actifs, soit de manière intermédiée via une partie des actifs confiés aux investisseurs institutionnels.

Les mandats de gestion :

L'activité de gestion sous mandat est exercée, soit pour des clients privés qui souhaitent un service personnalisé souvent dans une logique patrimoniale, ainsi que pour des clients institutionnels qui délèguent une partie de la gestion de leurs placements financiers aux sociétés de gestion. Au niveau des investisseurs institutionnels, les placements financiers sont contraints d'une part par la réglementation et les règles comptables et fiscales qui s'appliquent à eux, et d'autre part par leurs engagements à leur passif, c'est-à-dire les objectifs contractuels définis avec leurs clients (garantie de rendement minimal, couple rendement/risque, horizon de placement, benchmark...). La rentabilité issue des investissements doit en effet permettre de couvrir ces engagements à moyen ou long terme. Sur le marché français, les clients institutionnels représentent plus de 90% des encours des mandats de gestion, et les sociétés d'assurance en sont la principale composante.

Au global, la structure des portefeuilles des mandats de gestion, dont les encours¹ s'élevaient à 1 792 milliards d'euros à fin 2016, est constituée à hauteur de 81% de titres vifs (soit 1 461 mds €), dont 73% de titres de taux et 8% de titres de capital, de 17% de parts d'OPC et le solde principalement de liquidités. Après « transparisation » des portefeuilles d'OPC à l'actif des mandats, la part des titres de capital est estimée entre 10% et 15% de l'encours global des mandats. Le poids des titres de taux reflète le caractère très institutionnel de cette activité.

¹ Cette note s'appuie sur les données de portefeuille collectées par l'AFG auprès de ses membres s'agissant des mandats de gestion et par la Banque de France pour les OPC de droit français. Les données sont à fin 2016. Sont exclues de l'analyse certaines catégories d'OPC de droit français (organisme de titrisation et OPC immobilier), ainsi que les OPC étrangers gérés par les SGP françaises.

Les organismes de placement collectif :

La délégation s'opère également via les OPC dont la grande variété des stratégies d'investissement répond à l'ensemble des profils des investisseurs. En France, les clients privés en détiennent directement près de 40% des encours, principalement via l'épargne salariale, les plans d'épargne en actions et les contrats d'assurance-vie en unités de compte, et leurs placements sont orientés majoritairement vers les fonds actions et diversifiés. Les autres grandes catégories d'investisseurs de ces fonds sont les entreprises, les organismes publics, les institutionnels, les établissements bancaires, les OPC eux-mêmes dans le cadre de leur activité de fonds de fonds ou de fonds maître-nourriciers. La structure des portefeuilles des OPC, dont les encours s'élevaient à 1 499 milliards d'euros à fin 2016, est constituée à hauteur de 73% de titres vifs (soit 1 064 mds €), dont 44% de titres de taux et 29% de titres de capital, de 22% de parts d'OPC et le solde principalement de liquidités et de dérivés.

Structure des portefeuilles des mandats et OPC français

(Données à fin décembre 2016)

Sous-jacents	Mandats de gestion	OPC
Titres de créances	73%	44%
Titres de capital	9%	29%
OPC non monétaires	13%	15%
OPC monétaires	4%	7%
Liquidités, dérivés...	2%	5%
Total	100%	100%
Total (mds €)	1 792	1 449

Source : Banque de France et enquêtes AFG

Dans un marché très concurrentiel où les innovations sont nombreuses, ces offres de gestion concourent à fluidifier la circulation des capitaux au sein de l'Union européenne, favorisant ainsi une meilleure allocation de l'épargne. Le « passeport » européen permet à une société de gestion, ayant obtenu un agrément par l'autorité de tutelle de son pays d'origine, d'exercer ses activités et de commercialiser ses produits en libre prestation de services dans toute l'Union européenne ou dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Cette harmonisation des règles au sein des pays de l'Union Européenne ouvre aux professionnels de la gestion un vaste espace économique pour la distribution de leurs offres et aux investisseurs un élargissement de l'offre dans un marché plus concurrentiel. Ainsi, un OPC peut être domicilié dans un pays de l'UE, géré financièrement dans un autre pays de l'UE, et commercialisé dans d'autres pays de l'UE ou éventuellement hors de l'UE. On estime qu'environ un huitième des encours gérés en France (sous forme de mandats de gestion ou d'OPC) est au bénéfice de clients non-résidents, soit 500 milliards d'euros.

Cette professionnalisation de la gestion des patrimoines contribue à corriger certains biais caractéristiques des comportements d'épargne des investisseurs résultant par exemple d'un manque de connaissance ou d'information financière et/ou d'une mauvaise perception des besoins d'accumulation. Une meilleure

diversification des risques s'opère, par exemple, via l'internationalisation des portefeuilles, notamment vers les émetteurs des pays de la zone euro favorisant ainsi l'intégration financière européenne.

3. Une contribution significative au financement des agents économiques

Au niveau macro-économique, en allouant des ressources financières à court, moyen et long terme aux différents agents économiques, sur les marchés primaire et secondaire, la gestion d'actifs contribue de façon conséquente au financement de l'économie. Elle joue également un rôle actif pour la formation des prix via l'analyse et la sélection des titres des émetteurs, ainsi qu'à l'animation des marchés en tant qu'apporteur en continu de liquidités.

Au global, les sociétés de gestion de portefeuille françaises investissent directement près de 2 525 milliards d'euros² en valeurs mobilières (dont 1 724 mds € en titres de taux à long terme³ ; 580 mds € en titres de capital ; et 221 mds € en titres de taux à court terme), qui se répartissent dans des proportions relativement équivalentes entre les trois grandes catégories d'émetteurs, français et étrangers : entreprises, Etats et secteur public et institutions financières. Ainsi, les gestions contribuent directement, en permanence et pour des montants conséquents, au financement des acteurs économiques et sociaux, en souscrivant leurs titres lors des émissions nouvelles et en assurant la liquidité de leurs titres via leurs interventions sur les marchés secondaires.

Concernant le caractère substantiel des investissements réalisés par les SGP, à titre d'exemple, sur les 919 mds € alloués au financement des entreprises (non financières), environ 481 mds d'euros sont investis en titres de capital, 395 mds en titres de taux à long terme, et 43 milliards en titres de taux à court terme. Concernant les titres d'Etat, une très large majorité (97% des 787 milliards d'euros) est investie en titres longs. Au niveau des institutions financières, 69% des titres de créances à court-terme et une grande partie des taux à moyen terme (BMTN) dans les portefeuilles des gestions sont émis par ces entités, satisfaisant ainsi leurs besoins de trésorerie.

Principaux émetteurs dans le portefeuille des gestions en France (mandats et OPC)

(En milliards d'euros à fin décembre 2016)

Sous jacent	Nature des émetteurs			TOTAL	
	Etats et secteur public	Institutions financières	Entreprises non financières	en %	en mds. €
Titres de créances LT	44%	33%	23%	100%	1 724
Titres de créances CT	11%	69%	20%	100%	221
Titres de capital	-	17%	83%	100%	580
Total gestions	31%	32%	36%	100%	2 525
Total en mds. €	787	819	919	2 525	

Source : Banque de France et estimations AFG

² Soit 1 461 milliards d'euros via les mandats de gestion et 1 064 milliards d'euros via les OPC de droit français. Sont exclues de l'analyse certaines catégories d'OPC de droit français (organisme de titrisation et OPC immobilier), ainsi que les OPC étrangers gérés par les SGP françaises.

³ Titres de taux de maturité initiale supérieure à 1 an.

On constate, depuis 2007 et plus encore depuis la crise des dettes souveraines de 2011, un fort basculement des investissements en faveur des entreprises (hors sociétés financières). Cette réallocation semble refléter, simultanément, un retrait relatif de l'investissement en obligations publiques de certains Etats dont la perception du couple rendement/risque s'est fortement dégradée, ainsi que la demande accrue de titres des entreprises non financières, dans des volumes d'émissions importants, par des gérants à la recherche de diversification des risques et surtout d'un surplus de rendement. A cet égard, les gestions de taux constituent un puissant vecteur d'élargissement progressif du marché obligataire aux ETI/PME. Soulignons que désormais certains OPC peuvent acquérir, octroyer et gérer des prêts aux entreprises, moyennant des compétences en matière d'analyse crédit et sous certaines conditions (détention des prêts jusqu'à échéance, fermeture aux rachats, limitation du levier).

Sous un autre angle, l'analyse de l'allocation géographique confirme l'existence d'un double biais domestique favorable, français et zone euro, et ce aussi bien pour les titres de taux que de capital. Le portefeuille de titres de taux à long terme des sociétés de gestion françaises (1 724 milliards d'euros) est investi à près de 80% en titres d'émetteurs de la zone euro (dont 42% en titres français). De même, leur portefeuille de titres de capital (580 milliards) est investi à près de 75% dans la zone euro dont 45% en actions françaises. Au global, les titres de la zone euro représentent 77% des encours des portefeuilles des gestions, et les titres d'émetteurs français occupent une place prépondérante (43%).

Allocation géographique des titres en portefeuille (mandats et OPC)

(En milliards d'euros à fin décembre 2016)

Sous jacent	Zone géographique (origine de l'émetteur)				TOTAL	
	France	Zone euro hors France	OCDE hors zone euro	Reste du monde	en %	en mds. €
Titres de créances LT	42%	37%	18%	3%	100%	1 724
Titres de créances CT	50%	29%	20%	1%	100%	221
Titres de capital	45%	29%	22%	4%	100%	580
Total gestions	43%	34%	19%	3%	100%	2 525
Total en mds. €	1 097	866	483	80	2 525	

Source : Banque de France et enquêtes AFG

La décomposition des 1 097 milliards d'euros investis en titres d'émetteurs français fait ressortir un investissement de 727 milliards en titres de taux long terme, 259 milliards en titres de capital, et 110 milliards en titres de taux court terme.

4. Focus sur l'emprise des gestions relativement aux titres des émetteurs français

De façon générale, la contribution des gestions peut être mesurée par le taux d'emprise, indicateur qui met en relation l'encours des titres détenus dans leurs portefeuilles par les sociétés de gestion, et le stock de capitaux propres des entreprises et de titres de dette émis sur les marchés (français en l'occurrence) par les différents agents économiques. Ainsi le tableau ci-dessous montre que les portefeuilles des sociétés de gestion françaises détiennent 21% du total des valeurs mobilières (actions cotées, titres de dette à court et long terme) émises en France.

Taux d'emprise des gestions sur le stock de titres émis par des résidents en France

(En milliards d'euros à fin décembre 2016)

Titres	Total SGP (Mandats et fonds)	Encours total émis	% détenu dans le portefeuille des SGP
Titres de dettes à court terme *	110	387	28%
Titres de dettes à long terme	727	3 245	22%
Titres d'actions cotées (flottant)	240	1 381	17%
TOTAL	1 077	5 013	21%

Sources : Agence France Trésor, Banque de France

* Certificats de dépôts, billets de trésorerie, et bons du trésor à taux fixe

Plus en détail, les SGP ont en portefeuille un cinquième du stock de dettes en titres à moyen et long terme des émetteurs français, constitué majoritairement d'OAT émis par l'Etat français et de titres des entreprises. Concernant les titres de taux à maturité inférieure à un an, l'emprise des gestions est encore plus importante, au global près de 30% des titres émis. Particulièrement pour les titres d'entreprises financières et non financières (certificats de dépôt et billets de trésorerie), dont l'emprise est de l'ordre de 40%, la demande en continu de titres à maturité courte apporte à ces acteurs économiques des liquidités nécessaires à leur activité.

Concernant le financement en actions, les gestions détiennent dans leurs portefeuilles près d'un cinquième (17%) de la capitalisation flottante des entreprises cotées françaises. On constate également que les gestions, notamment via les OPC de capital investissement dont les encours dépassent les 60 milliards d'euros, accordent une place importante aux petites et moyennes capitalisations dans leurs portefeuilles, contribuant ainsi à l'emploi et à la croissance dans ces entreprises. Ces niveaux de détention confèrent aux gestions un rôle de premier plan dans le capital des entreprises et laissent entrevoir, entre autres, l'influence que peuvent exercer les SGP sur les émetteurs en termes de gouvernance, notamment à travers l'exercice des droits de vote et le dialogue qu'elles engagent avec ceux-ci. De plus, la diffusion de la prise en compte des critères ESG (économiques, sociaux et de gouvernance) dans les offres de gestion peut avoir un impact significatif, dans le moyen-long terme, aussi bien sur le comportement des entreprises que sur la qualité et la durabilité des actifs, et donc sur la performance des placements.

En conclusion, l'activité de gestion pour compte de tiers se situe au cœur des échanges financiers entre les épargnants/investisseurs en recherche de valorisation de leurs patrimoines et les émetteurs en besoin de financement. A un niveau agrégé, les trois quarts de leurs investissements en portefeuilles sont constitués de titres, de capital et de taux, des émetteurs de la zone euro, ces derniers bénéficiant ainsi d'une diversification de leurs sources et de leurs modes de financement. A cet égard, les incitations au développement d'une épargne longue, que ce soit au niveau européen avec la création d'un produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle (PEPP) dans le cadre de l'Union des Marchés des Capitaux, ou au niveau national avec le développement des produits d'épargne retraite dans le cadre de la loi Pacte, devraient encore accroître le rôle des gestions dans le financement de l'économie que ce soit par exemple en investissant dans des entreprises ou des projets de développement à plus ou moins long terme. Cette orientation des flux financiers bénéficiera directement aux investisseurs via les revenus générés par des patrimoines mieux valorisés.

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers. Depuis 2009, l'AFG accueille des "membres correspondants" (79 à fin 2017) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales.

La gestion d'actifs française représente, à fin 2017, 4 000 Mds € sous gestion, dont 1 950 Mds € en fonds de droit français et 2 050 Mds € en gestion de mandats et de fonds de droit étranger. Source de plus de 85 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion, elle joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie.

L'AFG a pour mission d'informer, d'assister et de former ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique.

Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la recherche, et la protection et l'orientation de l'épargne.

Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle définit les règles de déontologie de la profession et joue un rôle moteur en matière de gouvernement d'entreprise.

L'Association contribue également à la promotion et au rayonnement de la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés : investisseurs, émetteurs, politiques et médias, en France et à l'international.



Publication réalisée par le service Etudes Economiques de l'AFG
Thomas Valli, Directeur des Etudes Economiques | T : +33 (0)1 44 94 94 03 | t.valli@afg.asso.fr
Cyril Greco, Economiste – statisticien | T : +33 (0)1 44 94 94 04 | c.greco@afg.asso.fr

41 rue de la Bienfaisance
75008 Paris
T : +33 (0)1 44 94 94 00

45 rue de Trèves
1040 Bruxelles
T : +32 (0)2 486 02 90

www.afg.asso.fr

 [@AFG_France](https://twitter.com/AFG_France)