

CAHIERS DE LA GESTION - 1
Avril 2011

Contribution des OPCVM aux fonds propres des entreprises

Investissement en actions cotées
par les OPCVM actions

AFG Service Economie/Recherche
C. Pardo / T. Valli


association française
de la gestion financière

Sommaire

Principaux résultats et perspectives

Introduction : rôle économique de la gestion pour compte de tiers

1. Les OPCVM détiennent un cinquième du flottant des sociétés cotées françaises

1.1. Les OPCVM, importants apporteurs de fonds propres pour les entreprises françaises

1.2. Une allocation géographique qui dénote une bonne diversification

2. La structure des OPCVM actions reflète l'expertise des gérants

2.1. Pluralité de l'offre sur un marché concurrentiel

2.1.1. Une offre internationalisée et dynamique

2.1.2. Une répartition bipolaire des encours sous gestion

2.1.3. Un niveau de détention d'actions bien au-delà des exigences réglementaires

2.2. Diversification et concentration de l'investissement en actions

2.2.1. Une forte diversification géographique et persistance de biais domestiques

2.2.2. Une allocation sectorielle à la recherche de valeurs de croissance

2.2.3. Une concentration en volume sur un nombre relativement réduit de titres

Annexe

Le service Economie-Recherche de l'AFG mène des recherches visant à expliciter le rôle économique de la gestion. Celles-ci feront désormais l'objet d'une publication régulière dans le cadre d'une collection dénommée « Les cahiers de la gestion ». Parmi les questions auxquelles tenteront de répondre ces cahiers, à signaler en particulier : quelle est la contribution des gestions au financement de l'économie et à la liquidité des marchés ? Quel est le degré de diversification des risques apporté aux investisseurs par les véhicules collectifs d'investissement ? Quelle est la contribution de la gestion à la croissance économique et à l'emploi ?

La présente étude¹, après une introduction générale sur le rôle économique de la gestion pour compte de tiers, donne en première partie un aperçu de l'apport des OPCVM, notamment ceux en actions et orientés-actions, à la capitalisation des sociétés cotées en France. Sa deuxième partie porte de manière plus spécifique sur la composition des portefeuilles des OPCVM actions. Ce cahier n° 1 permet notamment de mieux apprécier la diversification géographique et sectorielle que la gestion collective apporte aux portefeuilles des investisseurs/épargnants.

¹ Cette étude a pu être réalisée en grande partie grâce aux données de la Banque de France. Le contenu des indices a été fourni par MSCI. Les auteurs remercient Pierre Bollon (AFG), Eric Michelet (Gestion Financière Privée), Eric Pinon et Louis Thomas (Acer Finance), Julien Laugel (Europerformance) et Manuel Doméon (Edmond de Rothschild AM) pour la lecture critique et constructive de cette étude. Les erreurs et omissions sont bien entendu de la responsabilité des auteurs.

Principaux résultats et perspectives

Cette étude, réalisée avec des données agrégées, a pour objet de mettre en évidence aussi bien la contribution des OPCVM à l'économie, via l'apport de fonds propres pour les entreprises, que la diversification géographique et sectorielle des portefeuilles gérés.

Les OPCVM sont d'importants apporteurs de fonds propres pour les entreprises

- Avec près d'un cinquième des flottants du CAC 40 et du SBF 250, la gestion collective est le deuxième investisseur résident sur le marché français.
- Un quart des actions françaises et étrangères détenues par des résidents français est logé dans les OPCVM. Elles se répartissent à égalité entre titres français et étrangers.

L'analyse des portefeuilles des OPCVM actions fait ressortir quelques points saillants

- La répartition géographique des titres en portefeuille est en cohérence avec leur classification, mais confirme aussi au global l'existence d'un biais national et européen relativement aux indices et aux capitalisations boursières.
- La détention indirecte progresse avec l'élargissement de la zone d'investissement : de 6% en moyenne pour les fonds actions françaises à 17% pour les fonds actions internationales, les expertises non couvertes en interne étant déléguées à des gérants spécialisés dans le cadre de la gestion de fonds de fonds.
- Logiquement, les « BRICS » sont le mieux représentées dans le portefeuille des fonds actions internationales avec au global un poids de l'ordre de 11%.
- La diversification des portefeuilles s'étend bien au-delà de l'univers des titres et des pays représentés dans les grands indices, même si les montants investis dans des actions en dehors de ces indices restent relativement modestes.
- Si, avec au total 6400 émetteurs, les fonds actions sont bien diversifiés, on observe toutefois une très forte concentration autour d'un nombre réduit de titres : 1% des émetteurs concentrent ainsi la moitié de l'investissement cumulé en actions.
- Des différences sectorielles significatives existent : les fonds « actions internationales » surpondèrent les « technologies de l'information », alors que les fonds « actions françaises » privilégient l'« industrie » et les « biens de consommation cyclique ».
- Dans le cas des fonds actions françaises, on constate une surpondération relative des moyennes capitalisations par rapport à l'indice de référence.

* * *

Il serait intéressant d'enrichir dans un prochain cahier de cette série l'analyse des contenus des portefeuilles des fond actions, cette fois-ci sur la base de données individuelles, et en intégrant à coté des critères géographiques ceux relatifs aux styles de gestion (growth, value, PMC) et à la taille des fonds. Ceci devrait permettre une analyse beaucoup plus fine de la structure des fonds pratiquant la gestion active et de leurs comportements et biais vis-à-vis des indices et références de marché.

Introduction : rôle économique de la gestion pour compte de tiers

En allouant des ressources financières aux entreprises - et notamment à celles identifiées comme les plus prometteuses - aux Etats, aux collectivités locales et à d'autres organismes, la gestion pour compte de tiers contribue de manière essentielle au financement de l'économie réelle. Elle fournit en effet des capitaux aux différents acteurs de l'économie. La gestion est également l'une des principales sources de liquidité sur les différents segments du marché.

Avec plus de 2 650 milliards d'euros de capitaux sous gestion (soit 1,3 fois le PIB de la France) cette contribution très diversifiée au financement de l'économie française se concrétise par :

- l'apport en capitaux propres pour les entreprises : environ 20% de la capitalisation boursière en actions (CAC 40, SBF 250...),
- des financements à hauteur de 15% de la capitalisation des obligations « corporate » ;
- le financement des besoins financiers de l'Etat français : 20% de la capitalisation des obligations d'Etat est détenue par les gestions ;
- la contribution sans faille à la liquidité des banques (via la détention d'environ 40% du stock des titres émis sur le marché monétaire en France : certificats de dépôt, billets de trésorerie, bons négociables à moyen terme...) et d'autres acteurs économiques (Etat, entreprises...) ;
- le financement des PME et, de manière plus générale, des entreprises innovantes et de croissance, transmission d'entreprises via le capital investissement.

La gestion pour compte de tiers contribue ainsi activement non seulement à la liquidité des marchés, en favorisant la formation des prix, mais aussi à la mobilisation d'une partie croissante de l'épargne et des patrimoines des agents économiques, personnes physiques, entreprises et investisseurs institutionnels. Environ un cinquième du patrimoine financier des ménages est composé d'OPCVM, détenus directement ou indirectement (notamment via l'assurance-vie, l'épargne salariale, le PEA...). Les entreprises investissent une partie importante de leur trésorerie dans des fonds leur assurant un service en continu de liquidités bon marché pour la gestion de leurs flux monétaires nécessaires à leur fonctionnement. Quant aux investisseurs institutionnels français, la gestion de leurs réserves est déléguée à hauteur de 70% aux sociétés de gestion. La gestion joue un rôle essentiel en offrant aux agents économiques (ménages, entreprises, investisseurs institutionnels, administrations publiques, fondations, etc.) différents profils d'investissement et différentes allocations, permettant une réduction et une diversification des risques. La gestion d'actifs est ainsi l'un des moteurs majeurs de la « marchésation » ordonnée et régulée du financement sain de l'économie, mettant en face directement l'épargne et l'investissement. C'est dans ce contexte que les professionnels de la gestion réalisent l'allocation d'actifs répondant à l'horizon de placement des investisseurs et à leur aversion ou tolérance face aux risques, et sélectionnent les opportunités de placement.

Last but not least, la gestion contribue également à la création de plus de 80 000 d'emplois, dont une partie hautement qualifiés, dans les sociétés de gestion elles-mêmes et dans leur écosystème (prestataires informatiques, dépositaires, professions comptables, courtiers...).

1. Les OPCVM détiennent un cinquième du flottant des sociétés cotées

Cette première partie donne un aperçu de l'apport des OPCVM en fonds propres aux entreprises françaises cotées, ainsi que du poids relatif des OPCVM relativement aux autres catégories d'investisseurs en actions françaises. Elle décrit également la composition du portefeuille global de ces acteurs investi en actions françaises et étrangères cotées.

1.1. Les OPCVM apporteurs de fonds propres pour les entreprises françaises

A fin juin 2010², la capitalisation totale (participations stratégiques + flottant) des sociétés françaises cotées s'élevait à 1 178 milliards d'euros. Ensemble les agents économiques résidents en détenaient 61,3% et les non-résidents (OPCVM de droit étrangers inclus) 38,7%.

Type de détenteurs	Actions françaises cotées	
	en Mds €	en %
Sociétés non financières	209	17,7%
Sociétés financières	281	23,9%
dont OPCVM	142	12,0%
dont établissements de crédit	63	5,3%
dont sociétés d'assurance	63	5,4%
dont autres	13	1,1%
Administrations publiques	106	9,0%
Ménages	127	10,8%
Non-résidents	456	38,7%
TOTAL	1 178	100%

Source : BDF

Avec 12% de la capitalisation totale des actions françaises cotées, la gestion collective (tous OPCVM confondus) est, en volume, le deuxième investisseur résident sur le marché français, après les sociétés non-financières³. Ce volume est deux fois plus important que l'investissement direct en actions des établissements de crédit et des sociétés d'assurances (avec respectivement 5,3% et 5,4%).

Outre l'attractivité que représentent les titres des sociétés françaises du fait de leur rentabilité, les mécanismes d'opérations de fusions et acquisitions effectués par celles-ci à l'étranger, en partie financées par échanges de titres, expliquent probablement en partie le niveau relativement élevé du taux de détention d'actions cotées françaises par des non-résidents. L'élément principal permettant d'expliquer cette faiblesse structurelle des investisseurs résidents français est cependant l'absence de fonds de pension et plus globalement, d'investisseurs de long terme en France.

Concernant le CAC 40, on observe toutefois depuis 2005 une légère tendance à la baisse du niveau de détention des non-résidents, qui est passé de 46% en 2005 à 42% en 2009.

² Sauf mention contraire, toutes les données utilisées dans cette étude sont datées au 30 juin 2010.

³ Soulignons que les sociétés non-financières, de par leur activité, détiennent principalement des participations stratégiques, alors que les OPCVM sont par nature investis dans le flottant des entreprises.

Le tableau qui suit montre le poids des actions contenues dans les OPCVM, notamment des catégories « actions », « diversifiés » et « à formule » (hors FCPE) et ce par rapport à la capitalisation flottante sous-jacente aux principaux indices français, allant du CAC 40 au SBF 250.

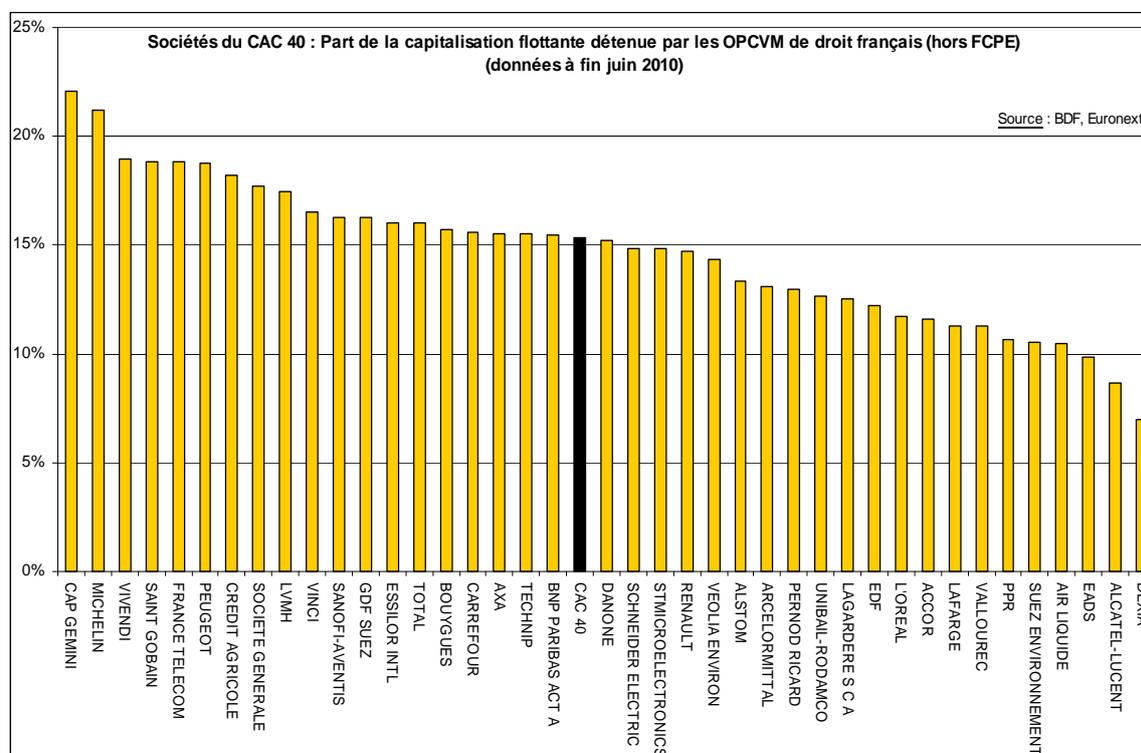
Indices Euronext Paris	Capitalisation flottante (1)		Encours détenus par les OPCVM actions (2)		(2) / (1)	Encours détenus par des OPCVM* (3)		(3) / (1)
	en Mds €	en %	en Mds €	en %	en %	en Mds €	en %	en %
CAC 40	629,3	83,4%	56,5	78,3%	9,0%	96,4	83,8%	15,3%
CAC NEXT 20	60,1	8,0%	6,1	8,4%	10,1%	7,2	6,3%	12,0%
CAC MID 100	57,9	7,7%	8,3	11,5%	14,3%	9,8	8,5%	16,9%
CAC SMALL 90	7,2	1,0%	1,3	1,8%	18,1%	1,7	1,5%	23,6%
TOTAL (SBF 250)	754,5	100%	72,2	100%	9,6%	115,1	100%	15,3%

Source : BDF, Euronext

* OPCVM actions, diversifiés et fonds à formule

Selon l'indice choisi, on observe un poids variable des OPCVM dans le flottant. Ce poids s'étend de 15% pour le CAC 40 et le SBF 250 jusqu'à presque 24% pour le CAC Small 90, en passant par 17% du CAC Mid 100. On voit ainsi que les OPCVM accordent une place relativement importante aux petites et moyennes capitalisations dans leurs portefeuilles.

Le graphique ci-dessous illustre bien l'importance à titre individuel des investissements en capital réalisés par les OPCVM (hors FCPE) par rapport au flottant des titres composant l'indice CAC 40. Avec un taux de détention moyenne de 15%, les OPCVM sont des investisseurs majeurs sur le marché des actions cotées du CAC 40.



Si l'on rajoute à cela la part de l'épargne salariale (FCPE) placée en actions françaises cotées, pour un montant de l'ordre de 25 milliards d'euros (cf. annexe), le poids des OPCVM devrait

approcher un cinquième de la capitalisation flottante du CAC 40. Et il en est de même pour le SBF 250.

Ces niveaux de détention agrégée du flottant des actions dans les principaux indices français confèrent aux OPCVM un rôle de premier plan dans le capital des entreprises françaises, et expriment par là même la responsabilité des gestionnaires dans les assemblées générales de ces sociétés, ceux-ci exerçant leurs droits de vote dans l'intérêt de leurs mandataires (cf. enquête annuelle de l'AFG « Exercices des droits de vote par les sociétés de gestion », *sur* <http://www.afg.asso.fr> / rubrique Gouvernement d'entreprise/Bilan des votes)

1.2. Une allocation géographique des OPCVM qui dénote une bonne diversification

L'encours en actions cotées, françaises et étrangères, détenues par les agents économiques résidents en France s'élève à 1 077 milliards d'euros à fin juin 2010. Les OPCVM, toutes catégories confondues, représentent plus du quart de ce montant.

Type de détenteurs	Actions françaises et étrangères cotées		Poids des actions	
	en Mds €	en %	françaises	étrangères
Sociétés non financières	243	22,6%	86%	14%
Sociétés financières	584	54,2%	48%	52%
dont OPCVM	282	26,2%	50%	50%
dont autres*	301	28,0%	46%	54%
Administrations publiques	115	10,7%	92%	8%
Ménages	136	12,6%	93%	7%
TOTAL	1 077	100%	67%	33%

Source : BDF

* Etablissements de crédits, Sociétés d'assurance...

Si au global la répartition-type est en moyenne de 2/3 pour les actions françaises et de 1/3 pour les actions étrangères, on observe des différences significatives entre les catégories d'investisseurs. Ainsi, le poids des actions étrangères dans les OPCVM et les autres institutions financières est de l'ordre de 50%, alors que, à l'extrême opposé, les ménages ont en direct une diversification plutôt faible en faveur des actions étrangères (7% du total de leurs actions en portefeuille).

2. La structure des OPCVM actions reflète l'expertise des gérants

Cette partie présente une analyse statistique agrégée du volume et de la structure des actions contenues dans les OPCVM actions, toutes catégories confondues, selon une approche géographique et sectorielle.

L'encours des actions cotées et valeurs assimilées⁴ en détention directe dans les portefeuilles des OPCVM actions s'élève à 195,2 milliards d'euros à fin juin 2010. Cet encours est de 226,5 milliards si l'on intègre les actions détenues indirectement via des fonds de fonds. Ces montants investis en actions cotées représentent respectivement 79% et 92% de l'actif net total des OPCVM actions (246,9 milliards d'euros).

2.1. Pluralité de l'offre sur un marché concurrentiel

Les OPCVM actions sont des fonds dont l'exposition permanente aux actions cotées doit être au moins supérieure à 60 % de l'actif net du portefeuille, et ce quelque soit le pays où la zone d'émission des actions dont le portefeuille est composé. Ce type d'OPCVM se caractérise par la pluralité de l'offre et la diversité de styles de gestion, mais aussi par une bipolarisation des fonds gérés selon leur taille.

2.1.1. Une offre internationalisée et dynamique

En France, la classification réglementaire des OPCVM actions s'articule autour de l'imbrication successive, de zones géographiques (les actions françaises sont éligibles dans les portefeuilles des quatre catégories, celles de la zone euro dans trois catégories, et ainsi de suite.)

Classification OPCVM	Actif net		OPCVM	
	en Mds €	en %	en nombre	en %
Actions françaises	29,0	12%	229	11%
Actions zone euro	72,6	29%	507	23%
Actions des pays de la C.E.	36,5	15%	396	18%
Actions internationales	108,9	44%	1 034	48%
Total OPCVM actions	246,9	100%	2 166	100%

Source : AMF

Le poids de ces quatre catégories est en constante évolution, avec une tendance ces dernières années à une montée en puissance des OPCVM actions internationales. En effet, cette catégorie, la plus large en termes de diversification géographique des investissements, représente aujourd'hui 44% des actifs nets, contre environ 35% cinq ans plus tôt.

Outre l'approche géographique des allocations, un certain nombre d'autres critères permettent également de différencier les OPCVM actions : la nature des titres en portefeuille (taille des capitalisations, secteur d'activité, titres de croissance ou de rendement...) ; les objectifs de gestion (gestion active avec ou sans benchmark, gestion indicielle...) ; le mode d'analyse et de sélection des valeurs en portefeuille (*stock picking*, gestion quantitative, multigestion...) ;

⁴ Ce terme désigne, selon la nomenclature Banque de France, les actions (ordinaires, à dividendes prioritaires, avec bon de souscription), les certificats (d'investissement, de droit de vote, coopératif d'investissement), les American Depositary Receipt et les Global Depositary Receipt.

le processus d'investissement (*bottom up, top down...*), le type de souscripteurs, etc. Certains de ces critères seront pris en compte de manière non exhaustive dans les analyses qui suivent.

La combinatoire de ces critères explique en partie la pluralité de l'offre qui se traduit par une démographie dynamique de ces fonds qui atteignent 2166 unités à fin juin 2010. En effet, pour répondre aux évolutions de la conjoncture, aux innovations techniques, à la demande de gammes propres à chaque réseau de distribution, etc., le nombre de créations des fonds de cette catégorie a été de l'ordre de 1000 unités ces cinq dernières années. Environ 220 sociétés de gestion sont actives sur ce segment du marché.

2.1.2. Une répartition bipolaire des encours sous gestion

Le profil de la répartition des différentes catégories d'OPCVM actions selon la taille de leurs encours étant assez similaire, le tableau ci-dessous met en évidence la répartition agrégée de la totalité de ces fonds.

Actif net des OPCVM	Encours cumulés		OPCVM	
	en Mds €	en %	en nombre	en %
Moins de 15 Mo €	4,9	2%	665	31%
Entre 15 et 50 Mo €	17,4	7%	591	27%
Entre 50 et 150 Mo €	47,1	19%	534	25%
Entre 150 et 1 Md €	117,5	48%	349	16%
Supérieur à 1 Md €	60,0	24%	27	1%
Total	246,9	100%	2 166	100%

Source : BDF

Un grand nombre de critères, cités précédemment, participant à la diversification de l'offre des OPCVM actions, influent sur la taille de ceux-ci, et expliquent probablement le profil bipolaire de leur répartition : un tiers des fonds avec un actif inférieur à 15 Mo€ représente 2% des encours et, à l'autre extrémité, 1% des fonds les plus gros en représente près du quart des encours.

Les OPCVM actions ont souvent pour benchmark (implicite ou explicite) des indices de marché afin d'objectiver leurs allocations d'investissement. Ces allocations, selon les stratégies suivies, peuvent se démarquer plus ou moins fortement de ces indices, avec pour objectif l'amélioration de leur performance.

Les OPCVM indiciels⁵ *stricto sensu* constituent un cas particulier, dont l'objectif de gestion correspond à l'évolution d'un indice d'instruments financiers, sous la condition que leurs écarts de suivi respectent un seuil déterminé. Leur taille moyenne est plus grande que celle des fonds à gestion active ou même « *benchmarkée* ».

Ces fonds, qui représentent près de 20% de l'encours global des OPCVM actions, répliquent majoritairement des indices très liquides. Ils sont de ce fait mieux représentés parmi les fonds de taille plus importante comme le montre le tableau ci-dessous, qui retrace le poids des

⁵ Les *trackers* ou fonds indiciels listés (ETF, pour Exchange-Traded Funds) sont inclus parmi ces fonds.

OPCVM indiciels par rapport aux encours totaux de chaque catégorie de fonds actions, et ce selon la taille des fonds.

Classification OPCVM	Actif net OPCVM selon la taille des fonds			Encours indiciels (Mds €)
	< 150 Mo €	> 150 Mo €	Total	
Actions françaises	15%	13%	14%	4,0
Actions zone euro	11%	25%	21%	15,6
Actions des pays de la C.E.	16%	29%	25%	9,0
Actions internationales	14%	20%	18%	19,5
Total OPCVM actions	14%	22%	19%	48,1

Source : BDF

2.1.3. Un niveau de détention d'actions bien au-delà des exigences réglementaires

Si par définition l'exposition à minima aux actions de ces fonds doit être supérieure à 60% de leurs portefeuilles, ce seuil est largement dépassé. En effet, en moyenne, près de 80% de l'actif net des OPCVM actions est investi directement en actions cotées. Si l'on inclut également la détention indirecte d'actions (via d'autres OPCVM actions), le poids des actions est même de 92% ! La part de la détention indirecte d'actions progresse avec l'élargissement de la zone d'investissement (de 6% en moyenne pour les OPCVM actions françaises à 17% pour les OPCVM actions internationales), les expertises non couvertes en interne étant fréquemment et logiquement déléguées à des gérants spécialisés dans le cadre de la gestion de fonds de fonds.

Classification OPCVM	Encours des actions dans les portefeuilles des OPCVM (Mds €)		Actif net des OPCVM (Mds €) (3)	(1) / (3)	(2) / (3)
	en direct (1)	en direct et via des OPCVM (2)			
Actions françaises	25,8	27,4	29,0	89%	95%
Actions zone euro	58,4	64,8	72,6	80%	89%
Actions des pays de la C.E.	29,8	34,3	36,5	82%	94%
Actions internationales	81,2	100,0	108,9	75%	92%
Total OPCVM actions	195,2	226,5	246,9	79%	92%

Source : BDF

2.2. Diversification et concentration de l'investissement en actions

Cette section présente pour chaque catégorie d'OPCVM actions la diversification des investissements en portefeuille par zones et pays, ainsi que par secteurs d'activité. Une mesure de la concentration des valeurs est également donnée corrélativement aux indices usuels.

2.2.1. Une forte diversification géographique et persistance de biais domestiques

Pour les différentes catégories de fonds actions, la décomposition de l'encours des actions cotées détenues en direct dans les portefeuilles est en cohérence avec leur classification.

Ainsi les actions françaises représentent, en moyenne 93% de l'encours des actions en portefeuille des fonds de cette catégorie⁶. De même, plus de la moitié du portefeuille des OPCVM « actions internationales » est investie hors d'Europe⁷.

Zone géographique d'émission	Encours des actions dans les portefeuilles des OPCVM (en %)			
	Actions françaises	Actions zone euro	Actions des pays de la C.E.	Actions internationales
France	93,3%	43,3%	38,1%	12,4%
Zone euro hors France	6,1%	52,9%	37,8%	18,8%
UE hors zone euro	0,5%	1,6%	18,0%	10,6%
Europe hors UE	0,1%	0,7%	5,1%	5,5%
Amérique du nord	-	0,4%	0,4%	31,6%
Amérique centrale et du sud	-	-	0,1%	4,6%
Asie	-	1,0%	0,5%	14,3%
Afrique	-	-	-	1,2%
Océanie	-	0,1%	-	1,0%
Total	100%	100%	100%	100%
Total encours des actions (Mds d'euros)	25,8	58,4	29,8	81,2
Nombre d'émetteurs	746	1 472	1 756	5 764

Source : BDF

Sur ce même tableau on constate, en moyenne pour chacune des catégories d'OPCVM, un biais national relativement important comparativement au poids de la capitalisation des valeurs françaises par rapport aux autres places boursières. Ainsi, si les valeurs de la zone euro représentent 96% de l'encours des titres sous-jacents aux OPCVM actions zone euro, 43% en est attribuable à des valeurs françaises. A titre de comparaison, la part de celles-ci est de 33% dans l'indice MSCI EMU (valeurs de la zone euro), et de 15% dans l'indice MSCI Europe.

Soulignons que le biais national est un phénomène qui caractérise plus particulièrement les pays où les marchés financiers sont suffisamment larges et profonds (Etats-Unis, Royaume-Uni, France...). Outre le sentiment d'une meilleure connaissance des titres des sociétés du pays ou régions en question, ce biais s'explique aussi bien par l'accessibilité des marchés et la liquidité des titres, que par les niveaux des coûts de transaction plus ou moins favorables pour les titres « géographiquement les plus proches », ainsi que, le cas échéant, des incitations/contraintes réglementaires ou fiscales, etc.

Le marché français d'actions se caractérise également par une relativement bonne représentation des différents secteurs d'activité (cf. 2.2.2.).

⁶ A la date, quatre sociétés du CAC 40 et sept du SBF 250 ne sont pas résidentes en France.

⁷ Les actions cotées sont référencées par un code ISIN (*International Securities Identification Number*), qui permet, pour chacune d'entre elles, d'attribuer le pays d'émission d'origine. Pour certaines sociétés le pays d'émission diffère du pays de cotation. Par exemple, des titres de sociétés émis hors d'Europe (en Afrique, Amérique Centrale, Asie...) sont cotés sur des places européennes, dont certains figurent dans les indices. Par la suite, ne disposant pas pour l'intégralité des valeurs du pays de cotation, nous utiliserons ce critère par défaut.

Avec 5 764 lignes de titres au global, les OPCVM actions internationales apparaissent comme étant les plus largement diversifiés. La catégorie « actions des pays de l'Union européenne » recense, quant à elle, 1 756 valeurs en portefeuille, etc.

Pour l'ensemble des portefeuilles d'OPCVM actions, la ventilation par zone géographique et principaux pays, aussi bien de l'encours des actions que du nombre d'émetteurs de ces titres est la suivante :

Zone géographique d'émission	Encours investi en actions		Nombre d'émetteurs	Nombre de pays
	en Mds €	en %		
France	70,8	36,3%	638	1
Zone euro hors France	59,0	30,2%	842	14
dont Allemagne	23,6	12,1%		
dont Pays-Bas	9,5	4,8%		
dont Espagne	8,8	4,5%		
dont Italie	7,5	3,8%		
UE hors zone euro	15,0	7,7%	564	13
dont Royaume-Uni	11,8	6,1%		
dont Suède	1,8	0,9%		
dont Danemark	0,9	0,5%		
dont Pologne	0,2	0,1%		
Europe hors UE	6,4	3,3%	247	7
dont Suisse	5,4	2,8%		
dont Norvège	0,6	0,3%		
dont Turquie	0,3	0,1%		
dont Russie	0,2	0,1%		
Amérique du nord	26,3	13,5%	1 829	3
dont Etats-Unis	22,8	11,7%		
dont Canada	3,2	1,6%		
Amérique centrale et du sud	3,5	1,8%	375	12
dont Brésil	1,6	0,8%		
dont Bermudes	0,7	0,4%		
dont Caïman (Iles)	0,6	0,3%		
Asie	12,4	6,3%	1 661	15
dont Japon	5,3	2,7%		
dont Chine	1,5	0,8%		
dont Inde	1,4	0,7%		
dont Hong Kong	1,2	0,6%		
dont Taïwan	1,0	0,5%		
Afrique	1,0	0,5%	103	10
dont Afrique du sud	0,9	0,5%		
Océanie	0,9	0,5%	152	4
dont Australie	0,8	0,4%		
Total	195,2	100%	6 411	79

Source : BDF

L'encours de 195,2 milliards d'euros investi en actions cotées détenues dans les OPCVM actions a pour contrepartie plus de 6 400 émetteurs installés dans 79 pays.

Toutes catégories confondues, le nombre de titres et le nombre de pays d'émission montrent que la diversification des portefeuilles s'étend bien au-delà de l'univers des titres représentés dans les grands indices, même si les montants investis dans des actions en dehors de ces indices restent relativement modestes.

Concernant la concentration des actifs, les actions françaises cotées représentent un gros tiers de l'encours des OPCVM actions investis directement en actions cotées, plus des deux tiers étant des actions émises dans la zone euro... Au total, les actions européennes concentrent plus des trois-quarts des encours.

Les Etats-Unis, quant à eux, apparaissent en troisième place dans le portefeuille global avec une part de marché de 11,7% (pour un encours de 22,8 milliards d'euros), loin derrière la France (36,3%) mais talonnant de près l'Allemagne (12,1%). Le Japon, principal pays asiatique en portefeuille est en 9^{ème} position avec une part de marché de 2,7%.

Les « BRICS » (Brésil, Russie, Inde, Chine - dont Hong-Kong et Taïwan - et l'Afrique du sud⁸) représentent des investissements de l'ordre de 9 milliards d'euros et se trouvent surtout dans les OPCVM actions internationales avec un poids d'environ 11% à l'intérieur de cette catégorie.

OPCVM actions internationales : part des encours investis en actions

Total investi en actions : 81,2 milliards d'euros

10 principaux pays hors BRICS : 78,5%				BRICS : 11,1%	
États Unis	27,5%	Suisse	4,5%	Chine + Taïwan	5,6%
France	12,4%	Canada	3,9%	Brésil	2,2%
Grande Bretagne	8,5%	Pays-Bas	2,9%	Inde	1,7%
Allemagne	8,0%	Espagne	2,8%	Afrique du Sud	1,3%
Japon	5,6%	Italie	2,3%	Russie	0,3%

Source : BDF

Enfin, en nombre de titres, la répartition est beaucoup plus équilibrée entre les trois grandes zones géographiques boursières que sont l'Amérique, l'Europe et l'Asie : autour de 2000 titres en portefeuilles pour chacune de ces trois zones.

2.2.2. Une allocation sectorielle⁹ à la recherche de valeurs de croissance

L'allocation stratégique consiste à répartir un portefeuille en fonction essentiellement de l'horizon de placement, mais aussi de l'appréciation des risques de l'investisseur. Pour les OPCVM actions, l'allocation sectorielle occupe, avec l'allocation géographique, une place importante dans ce processus.

Pour l'ensemble des portefeuilles d'OPCVM actions, la ventilation par secteur d'activité montre la place importante du secteur financier, avec près de 19% des encours. Il est suivi par

⁸ Les titres des sociétés de ce groupe de pays sont souvent émis depuis les Etats-Unis, la Grande Bretagne ou les îles d'Amérique Centrale.

⁹ Les concepteurs d'indices ont créé des classifications économiques permettant de répartir les sociétés cotées par secteur d'activité. Cette étude s'appuie sur la classification GICS (*Global Industry Classification Standard*), et est le cas échéant complétée par la classification ICB (*Industry Classification Benchmark*).

les secteurs de l'industrie et de la consommation (cyclique et non cyclique). Ensemble, ces trois activités représentent plus de 50% de la capitalisation des titres en portefeuille.

Secteur d'activité	Encours cumulés		Emetteurs	
	en Mds €	en %	en nombre	en %
Consommation cyclique	19,8	10,2%	265	4%
Consommation non cyclique	21,2	10,8%	411	6%
Énergie	17,2	8,8%	159	2%
Finance	36,5	18,7%	598	9%
Industrie	23,2	11,9%	458	7%
Matériaux	15,0	7,7%	298	5%
Santé	15,7	8,0%	180	3%
Services aux Collectivités	9,9	5,1%	147	2%
Technologies de l'Information	12,5	6,4%	300	5%
Télécommunications	11,6	5,9%	96	1%
Inconnu	12,6	6,5%	3499	55%
Total	195,2	100%	6411	100%

Source : BDF, Euronext, MSCI

Quant à la répartition sectorielle selon le nombre d'émetteurs, l'information n'est pas disponible pour plus de la moitié des titres en portefeuille. Il s'agit principalement de petites et moyennes capitalisations souvent absentes des indices.

Les OPCVM, y compris ceux gérés activement, se comparent généralement à un indice pour l'appréciation de leurs performances. Néanmoins, selon les convictions des gérants, la composition des portefeuilles peut différer de celle du benchmark choisi, notamment en termes de sous ou surpondération des secteurs et des titres.

Secteur d'activité	Répartition de l'encours des actions en portefeuille et de la capitalisation flottance des indices			
	OPCVM actions françaises	SBF 250	OPCVM actions internationales	MSCI ACWI*
Consommation cyclique	17%	15%	9%	9%
Consommation non cyclique	11%	12%	10%	10%
Énergie	11%	12%	9%	11%
Finance	14%	18%	18%	21%
Industrie	17%	14%	10%	10%
Matériaux	6%	8%	9%	8%
Santé	10%	9%	8%	9%
Services aux Collectivités	6%	7%	3%	4%
Technologies de l'Information	4%	3%	9%	12%
Télécommunications	4%	4%	5%	5%
Inconnu	1%	0%	9%	0%
Total	100%	100%	100%	100%

Source : BDF, Euronext, MSCI

* MSCI WORLD + MSCI EMERGING MARKETS

Ainsi, le poids des titres du secteur financier apparaît plus faible dans les portefeuilles des OPCVM comparativement à leurs indices de référence. Dans le cas des OPCVM actions

françaises, ceci s'explique principalement par une offre orientée moyennes capitalisations relativement plus importante comparativement à l'indice de référence.

Par ailleurs, on observe des différences importantes entre catégories d'OPCVM. Par exemple, le poids des actions du secteur « technologie de l'information » est plus important dans les OPCVM « actions internationales » que dans les OPCVM « actions françaises », reflétant l'importance des titres cotés de ce secteur sur les marchés américains et asiatiques. A l'inverse, les secteurs « industrie » et « biens de consommation cyclique » sont mieux représentés dans les portefeuilles des OPCVM actions françaises.

2.2.3. Une concentration en volume sur un nombre relativement réduit de titres

Quelque soit le niveau d'agrégation et/ou la zone géographique couverte par les indices, on observe souvent une forte concentration autour d'un nombre réduit de titres. C'est ce que montre le tableau ci-dessous qui retrace les montants d'investissement cumulés par les OPCVM actions dans le capital de chacune des sociétés présentes dans les portefeuilles.

Montant des participations cumulées	Emetteurs		Encours cumulés	
	en nombre	en %	en Mds €	en %
Supérieur à 500 millions d'euros	65	1%	94,6	48%
entre 50 et 500 millions d'euros	493	8%	68,2	35%
entre 5 et 50 millions d'euros	1 588	25%	27,7	14%
entre 1 et 5 millions d'euros	1 597	25%	3,9	2%
Inférieur à 1 millions d'euros	2 668	42%	0,8	0,4%
Total	6 411	100%	195,2	100%

Source : BDF

Ainsi, près de 1% du nombre des titres détenus par les OPCVM actions (soit 65 actions) concentrent 48% de l'investissement cumulé en actions. A l'inverse, les deux tiers des actions en portefeuille (4200 titres) ne représentent que 2,4% des encours.

Si cette concentration relative des investissements cumulés peut paraître importante, elle ne fait que refléter le niveau de concentration des indices eux-mêmes, ainsi que la présence des principales capitalisations dans ces différents indices.

Montant des participations cumulées	Concentration des actions en portefeuille et de la capitalisation flottante des indices							
	OPCVM actions françaises	SBF 250	OPCVM actions zone euro	MSCI EMU	OPCVM actions des pays de la C.E.	MSCI EUROPE	OPCVM actions internationales	MSCI WORLD
10 premiers titres	41%	46%	25%	25%	16%	19%	9%	9%
20 premiers titres	60%	67%	41%	39%	26%	31%	15%	16%
50 premiers titres	80%	89%	65%	66%	45%	52%	28%	28%
100 premiers titres	91%	97%	79%	82%	60%	71%	41%	40%
250 premiers titres	98%	100%	91%	99%	80%	91%	60%	60%
Nombre d'émetteurs	746	250	1 472	266	1 756	459	5 764	1 657

Source : BDF, Euronext, MSCI

Si pour chacune des catégories, les OPCVM investissent sur un panel de valeurs beaucoup plus important que leurs indices, la comparaison des niveaux de concentration jusqu'au 250

premiers titres semble indiquer une relative similarité. Les OPCVM étant en moyenne moins concentrés que les indices, selon les catégories et les paliers en nombre de titres, des écarts plus ou moins importants peuvent exister. En effet, alors que la structure d'investissement des fonds actions « internationales » et « zone euro » sont très proches de leurs indices de référence, celle des fonds « pays de la CE » et « françaises » le sont moins.

Ces indices sont, le plus souvent, constitués d'actions cotées sur une place boursière représentative des principales entreprises d'un pays ou d'une zone géographique. Le tableau ci-dessous montre la relation forte, pour chaque pays, entre le poids des 10 premières lignes détenues par les OPCVM et le poids des 10 premières capitalisations des places boursières les plus larges¹⁰. Ceci se vérifie notamment pour les Etats-Unis, le Japon, le Royaume-Uni et NYSE Euronext (Europe).

A titre d'exemple, les OPCVM actions détiennent 927 titres de sociétés cotées sur NYSE Euronext (Europe) pour un montant cumulé de 107,1 milliards d'euros. Parmi ceux-ci, les 10 principales lignes en portefeuille représentent 30% de ce montant. Les 10 premières valeurs cotées sur NYSE Euronext représentent, elles, 34% de la capitalisation totale de cette place boursière.

Zone d'émission	Poids des actions détenues par les OPCVM actions					Poids des 10 premières capitalisation de chaque place boursière	
	Encours (Mds €)	Nb titres	3 premiers	5 premiers	10 premiers		
États Unis	22,8	1554	7%	11%	18%	16%	Nyse Euronext (US)
Japon	5,3	965	8%	12%	19%	18%	Tokyo SE Group
Nyse Euronext (Europe)	107,1	927	11%	18%	30%	34%	Nyse Euronext (Europe)
Royaume Uni	11,8	355	23%	30%	43%	41%	London SE
Allemagne	23,6	227	26%	39%	65%	48%	Deutsche Börse
Suisse	5,4	102	51%	61%	73%	67%	SIX Swiss Exchange
Italie	7,5	137	52%	64%	77%	62%	Borsa Italiana
Espagne	8,8	85	72%	84%	90%	38%	BME Spanish Exchanges

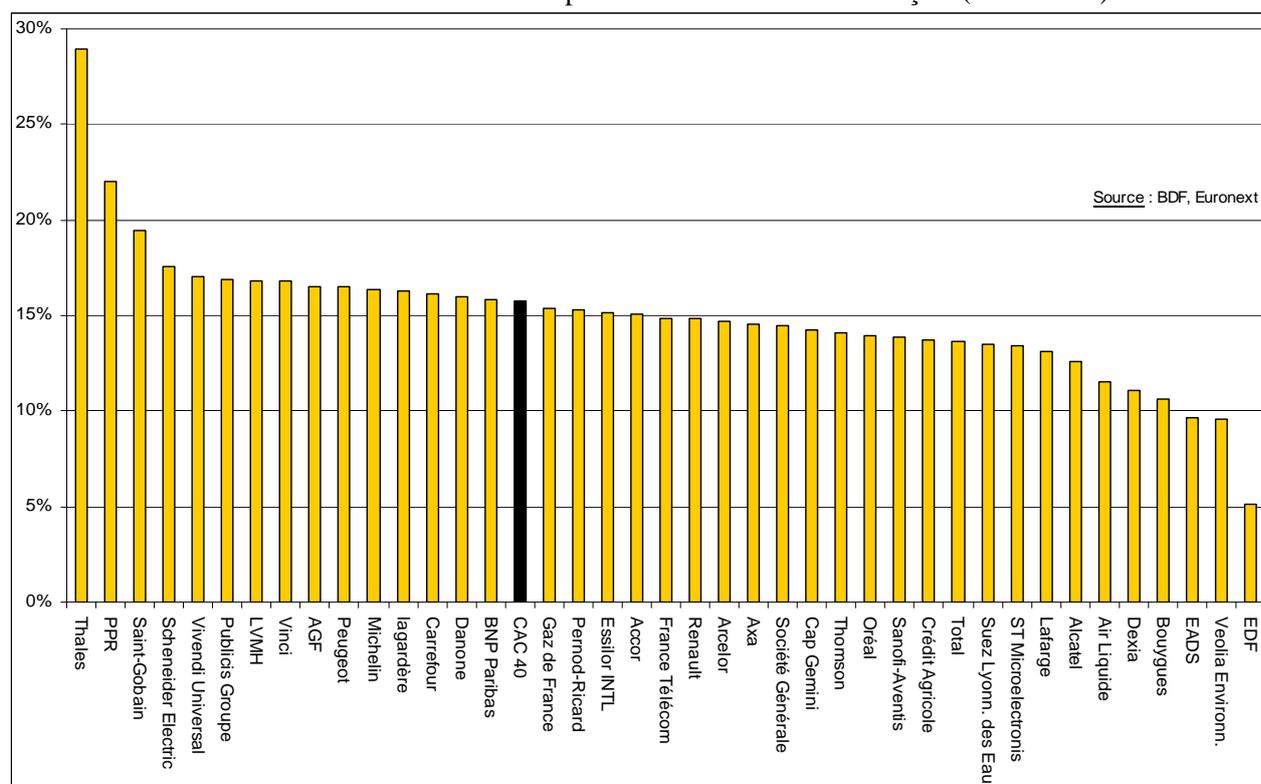
Source : BDF, WFE

Il n'en est pas de même pour des places boursières de taille moyenne. Par exemple, dans le cas de l'Allemagne il semble plus judicieux de comparer les poids des titres détenus par les OPCVM actions avec les capitalisations des valeurs du DAX 30. En effet, les poids des 3, 5, et 10 premières capitalisations dans cet indice sont respectivement de 27%, 42% et 70%, soit des niveaux très proches de ceux constatés par les titres de sociétés allemandes investis dans les OPCVM.

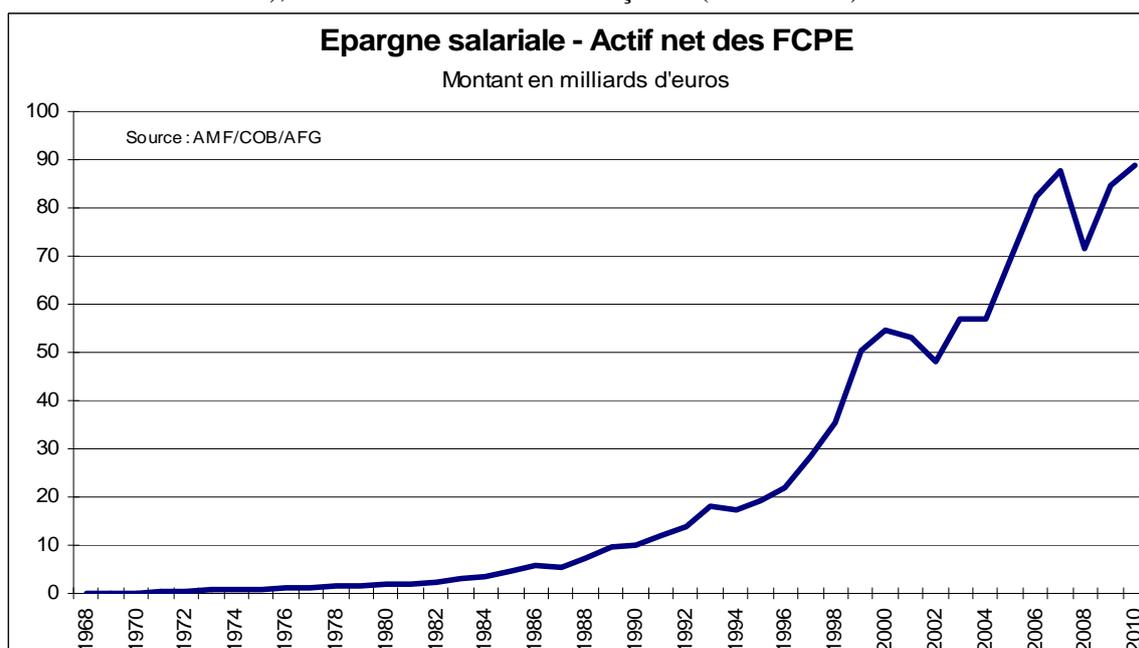
¹⁰ On constate une concentration moindre dans des places boursières plus larges et profondes - cf. NYSE Euronext (US).

Annexe

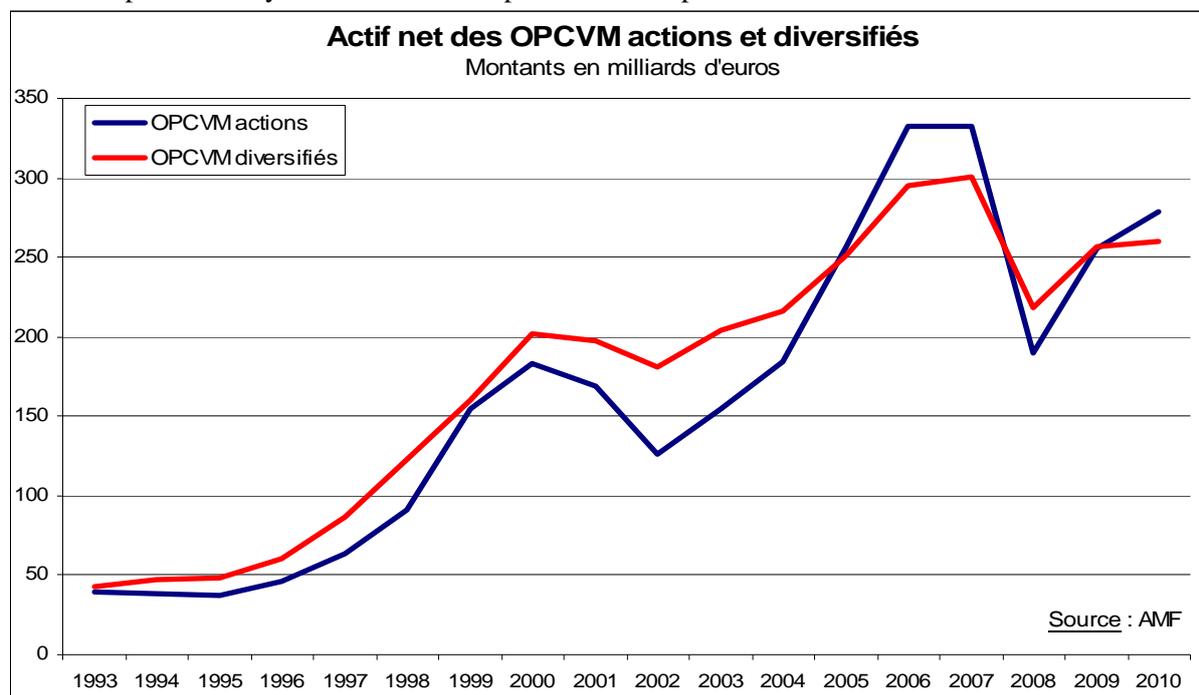
- Pour rappel (données décembre 2005) :
Flottant des valeurs du CAC 40 détenu par les OPCVM de droit français (hors FCPE)



- Depuis leur création en 1969, les FCPE contribuent activement à l'investissement en actions. Leur portefeuille global est aujourd'hui constitué d'environ 45% en actions cotées (38 milliards d'euros), dont les deux tiers sont françaises (25 milliards).



- Evolution des OPCVM actions et diversifiés depuis 1993, sachant que ces fonds ont une exposition moyenne en actions respectivement supérieure à 90% et de l'ordre de 40%.



- Part du flottant des indices MSCI « détenue » par les OPCVM de droit français

Indices MSCI	Capitalisation flottante (1)		Encours détenus par des OPCVM* (2)		(2) / (1)
	en Mds €	en %	en Mds €	en %	en %
MSCI WORLD	15 981	86,8%	232,7	94,7%	1,5%
Dont MSCI EUROPE	4 586	24,9%	194,5	79,2%	4,2%
Dont MSCI EMU	2 146	11,7%	173,3	70,5%	8,1%
MSCI EMERGING MARKETS	2 440	13,2%	13,0	5,3%	0,5%
Dont MSCI BRIC	1 199	6,5%	7,4	3,0%	0,6%
MSCI Investible Market	18 421	100,0%	245,7	100,0%	1,3%

Source : BDF, MSCI

* OPCVM actions, diversifiés et fonds à formule



L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente les professionnels de la gestion d'actifs pour compte de tiers en France. Ils gèrent près de 2 650 milliards d'euros d'actifs (4^e rang mondial) dont près de 1 350 milliards d'euros sous forme de gestion collective (1^{er} rang européen et 2^e rang mondial), et le solde sous forme de gestion individualisée sous mandat, notamment via l'assurance-vie.

Les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), au nombre de quelque 600, permettent aux investisseurs – particuliers et institutionnels – d'accéder aux compétences des professionnels de la gestion. Elles répondent à des règles strictes, notamment en matière d'agrément et de contrôle, et sont placées sous le bloc de compétence de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Deux groupes français figurent parmi les 10 premiers groupes de gestion au niveau mondial, et quatre parmi les vingt premiers.

Au cours des dernières années se sont créées de nombreuses SGP (près d'une centaine depuis 2007), spécialisées pour la plupart dans des secteurs innovants. Parmi cette vague de créations, il est à souligner l'arrivée de nouvelles sociétés de gestion entrepreneuriales, véritables pépinières de talents individuels.

L'industrie de la gestion est à la pointe du développement de nouveaux types de techniques ou de produits spécialement adaptés à l'évolution de la demande et aux nouvelles conditions de marché : capital investissement, gestions actives, gestion alternative et fonds contractuels, multigestion, fonds immobiliers, fonds garantis ou à promesse...

Carlos Pardo

Directeur des Etudes Economiques

Tél : +33 (0)1 44 94 94 25

c.pardo@afg.asso.fr

Thomas Valli

Economiste-statisticien

Tél : +33 (0)1 44 94 94 03

t.valli@afg.asso.fr

Association Française de la Gestion financière

31 rue de Miromesnil - 75008 Paris

Tél.: +33 (0)1 44 94 94 00

www.afg.asso.fr