

Yamina Tadjeddine et Jean-Christophe Cotta

La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous

Avertissement

Le contenu de ce site relève de la législation française sur la propriété intellectuelle et est la propriété exclusive de l'éditeur.

Les œuvres figurant sur ce site peuvent être consultées et reproduites sur un support papier ou numérique sous réserve qu'elles soient strictement réservées à un usage soit personnel, soit scientifique ou pédagogique excluant toute exploitation commerciale. La reproduction devra obligatoirement mentionner l'éditeur, le nom de la revue, l'auteur et la référence du document.

Toute autre reproduction est interdite sauf accord préalable de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France.

revues.org

Revues.org est un portail de revues en sciences humaines et sociales développé par le Cléo, Centre pour l'édition électronique ouverte (CNRS, EHESS, UP, UAPV).

Référence électronique

Yamina Tadjeddine et Jean-Christophe Cotta, « La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 134 | 2e trimestre 2011, document 7, mis en ligne le 15 June 2013. URL : <http://rei.revues.org/pdf5038>
DOI : en cours d'attribution

Éditeur : Éditions techniques et économiques
<http://rei.revues.org>
<http://www.revues.org>

Document accessible en ligne sur : <http://rei.revues.org/pdf5038>
Ce document est le fac-similé de l'édition papier.

Cet article a été téléchargé sur le portail Cairn (<http://www.cairn.info>).



Distribution électronique Cairn pour Éditions techniques et économiques et pour Revues.org (Centre pour l'édition électronique ouverte)
© Revue d'économie industrielle

Yamina TADJEDDINE ⁽¹⁾
EconomiX, université Paris-Ouest Nanterre La Défense-CNRS (UMR 7235)

Jean-Christophe COTTA ⁽¹⁾
Allocation & Sélection

LA GESTION COLLECTIVE EN FRANCE : L'UTOPIE D'UNE FINANCE POUR TOUS

Mots-clés : Gestion d'actifs, épargne, marchés financiers, investissement, intermédiation financière.

Key words : Asset Management, Savings, Capital Markets, Investment, Financial Intermediation.

« **C**'est en raison de ces faiblesses de structure financière que les industries européennes n'ont pas été en mesure de trouver, le plus souvent, sur les marchés des capitaux européens, les ressources correspondant à leurs besoins. D'autant que sur ces mêmes marchés, des ponctions importantes sont exercées par les gouvernements européens. [...] Actuellement, les émissions d'actions dans la Communauté restent stationnaires. Cette insuffisance des capitaux place les entreprises européennes en situation délicate ». *Le défi américain*, Jean-Jacques Servan-Schreiber, 1967.

Les liens entre la finance et l'industrie et la nécessité de les améliorer sont depuis longtemps au cœur des réflexions des politiques économiques françaises. L'extrait ci-dessus du livre de Jean-Jacques Servan-Schreiber rappelle qu'une des faiblesses de l'économie européenne des années soixante résidait déjà dans la difficulté à trouver des sources de financement. Pour pallier cette défaillance, les politiques français, du Général de Gaulle à F. Mitterrand, ont fait le pari de la financiarisation de l'épargne et de l'investissement par le truchement de la gestion collective.

(1) Les auteurs remercient V. Dutraive et V. Revest ainsi que le rapporteur anonyme. Les auteurs restent seuls responsables des éventuelles erreurs et des propos émis.

La gestion collective est un intermédiaire financier qui transforme l'épargne individuelle en portefeuille collectif. Son rôle est à comparer à celui de la banque traditionnelle qui changeait les dépôts (qui sont de l'épargne monétaire) en crédit pour financer les besoins d'investissement. À la différence des banques, les fonds collectifs ne créent pas de monnaie : ils allouent l'épargne disponible. De plus, ils interviennent uniquement par le biais d'achat de titres financiers (actions d'entreprises cotées ou non, obligations d'État ou d'entreprises, monétaires, part d'autres fonds, produits dérivés). Les produits souscrits par les épargnants auprès des sociétés de gestion se nomment des OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières) des parts d'OPCVM qui peuvent être des contrats commerciaux (FCP, Fonds Communs de Placement) ou des actions de sociétés anonymes au statut particulier (SICAV, Sociétés d'Investissement à Capital Variable). Les SICAV et les FCP ont été créés par la loi du 26 juin 1957 mais ils ne se développeront que dans les années quatre-vingt. Les OPCVM relèvent désormais de la directive européenne UCITS.

Usuellement, les OPCVM sont classés suivant la stratégie de placement : par segments du marché (actions, taux, monétaire, diversifié), par zone géographique (France, zone Euro, Europe, Amérique du Nord, Asie, Monde), par profils de gestion (indiciel, prudent, équilibré, dynamique, éthique ou socialement responsable). Aux côtés des OPCVM relevant de la directive UCITS, il existe des fonds spécifiques tels les produits de l'épargne salariale (FCPE), des fonds capital risque (FCPI, FCPR, FIP) ou des fonds immobiliers.

Aujourd'hui, nombreuses sont les sources de satisfaction. Les OPCVM sont les principaux instruments de collecte de l'épargne des ménages : la détention en direct d'actions ou d'obligations est mineure. L'industrie française de la gestion de fonds est la première en Europe en encours sous gestion financière et la seconde au niveau mondial après les États-Unis. Elle emploie plus de 13 000 personnes sans compter les 40 000 personnes dédiées à la commercialisation, les courtiers et autres métiers associés. Il y a aujourd'hui plus d'OPCVM que de titres cotés : 11 800 fonds sont disponibles en France, 8 000 en accès libre et 4 000 réservés au programme d'épargne salariale dédié aux entreprises.

Pour autant, la gestion collective française a-t-elle répondu à toutes les attentes politiques et économiques qui ont justifié sa création ? En effet, au centre de ce dispositif résidait une volonté politique de fournir au plus grand nombre des produits de placement d'épargne adaptés et rentables, de renforcer l'attractivité de la place financière française et de fournir un soutien utile aux entreprises françaises. Cet article propose donc de revenir sur le choix politique de la gestion collective fait dès les années cinquante (1^{ère} section), de rappeler les objectifs économiques dévolus à la gestion collective (2^{ème} section) et enfin de dresser un bilan circonstancié de cette médiation (3^{ème} section).

I. — LE CHOIX POLITIQUE D'UN FINANCEMENT PAR LE MARCHÉ : LA LENTE GESTATION DE LA GESTION COLLECTIVE EN FRANCE

Si la première société d'investissement est suisse (La Société Civile Genevoise d'Emploi de Fonds fondée en 1849), c'est à Londres et en Écosse, entre 1860 et 1886, que ce système connaît son premier véritable essor avec les « *investment trusts* » (2). Le modèle sera ensuite développé dès les années vingt aux États-Unis où il connaît depuis un succès de masse. L'Europe continentale n'a pas fait le choix de cette forme de médiation de l'épargne préférant un système de médiation par les banques. Des projets de création avaient été envisagés pendant l'entre-deux-guerres, mais c'est à partir de l'après-guerre que cette idée se propage au sein des sphères politiques et administratives françaises. En effet, dès la fin de la Deuxième Guerre mondiale, les fonctionnaires et les politiques français ont eu à cœur de dessiner les contours du financement du redressement national, de l'accompagnement de sa croissance économique et des grands axes de ses spécialisations internationales. L'enjeu des modernisations successives visait la mise en place d'une finance démocratisée. L'analyse du succès américain inspira nombre de rapports (3) et convint de la nécessité de leur création.

La genèse de la gestion collective en France

C'est dans un document paru dans l'immédiat après-guerre qu'il faut rechercher l'acte de naissance français de la gestion collective. L'ordonnance du 2 novembre 1945 fixe pour la première fois le statut des sociétés d'investissement. L'idée avait germé dès les années 30 ; elle avait fait l'objet de diverses études et même d'un projet de loi qui n'aboutit pas. C'est une situation particulière de l'après-guerre qui explique l'urgence de cette ordonnance. L'État français s'est en effet retrouvé propriétaire de titres financiers provenant de l'impôt de solidarité nationale instauré par l'Ordonnance du 15 août 1945, de la confiscation des profits illicites, de la réquisition d'avoirs à l'étranger, des nationalisations, de la liquidation du marché à terme de 1939 et des biens sans maîtres. Or, l'État ne disposait pas des structures pour gérer ces titres et ne pouvait les vendre car le marché financier français était moribond et illiquide. La vente massive de ces titres aurait difficilement trouvé acquéreur et aurait provoqué un choc de liquidité. La loi du 21 mars 1949 créa le statut de société d'investissement de type fermé et permit la constitution de la Société Nationale de l'Investissement (SNI) qui détenait tous les titres possédés par l'État et le Trésor à l'issue de la Seconde Guerre mondiale. La SNI vendit peu à peu ces titres et en 1954, un an après l'ouverture de la Bourse, elle passait sous contrôle privé.

La loi du 21 mars 1949 était profilée pour les besoins spécifiques de l'État. Malgré tout, elle autorisait la création de sociétés privées d'investissement.

(2) Faffa, 1963, p. 9.

(3) Faffa, 1963, Servan-Shreiber 1967, Rueff, 1972.

Mais la fiscalité mise en place, lourde et onéreuse, n'était guère incitative. Tant et si bien, que huit ans après la loi, aucune société privée n'avait été créée! Afin d'encourager leur création, le décret du 30 juin de 1952 institua des exonérations d'impôts pour les sociétés d'investissement. Dès sa parution, de nombreuses sociétés furent créées. Elles émanaient pour la plupart des compagnies d'assurances qui possédaient déjà un portefeuille de valeurs mobilières et qui bénéficiaient d'une aubaine fiscale. Malgré cet engouement tardif de quelques sociétés d'assurances, banques et holdings, le système issu de l'Ordonnance de 1945 fut un échec. Notamment, il n'attira pas vers la Bourse la masse des épargnants, qui restait attachée aux Caisses d'Épargne et aux Bons du Trésor.

La constitution d'une gestion collective accessible à tous les épargnants et permettant le financement de l'investissement privé et public français est une priorité du deuxième plan français de modernisation et d'équipement publié le 1^{er} avril 1956. Ce deuxième plan met l'accent sur le rôle de l'investissement et du progrès technique dans l'expansion économique, précise la nécessité d'un financement *via* le marché financier et définit les objectifs macro-économiques dévolus à la gestion collective que nous exposerons dans la section suivante de cet article. Il est à l'origine de la loi du 26 juin 1957 donnant naissance aux OPCVM français. Deux décrets paraissent le 28 décembre 1957, l'un ayant trait aux SICAV, l'autre aux FCP. Chacun d'eux stipulait que les modalités d'application seraient précisées par arrêté ministériel. En ce qui concerne les SICAV, l'arrêté ministériel n'est intervenu qu'en 1963 (décret du 20 septembre 1963). Il faudra toutefois attendre l'ordonnance sur la participation des salariés (ordonnance du 17 août 1967) et surtout la loi Monory du 13 juillet 1979 qui instaura un régime juridique et fiscal attrayant pour que les OPCVM connaissent enfin le succès public. L'adoption de la directive UCITS en 1988 assure l'insertion européenne de la gestion collective française.

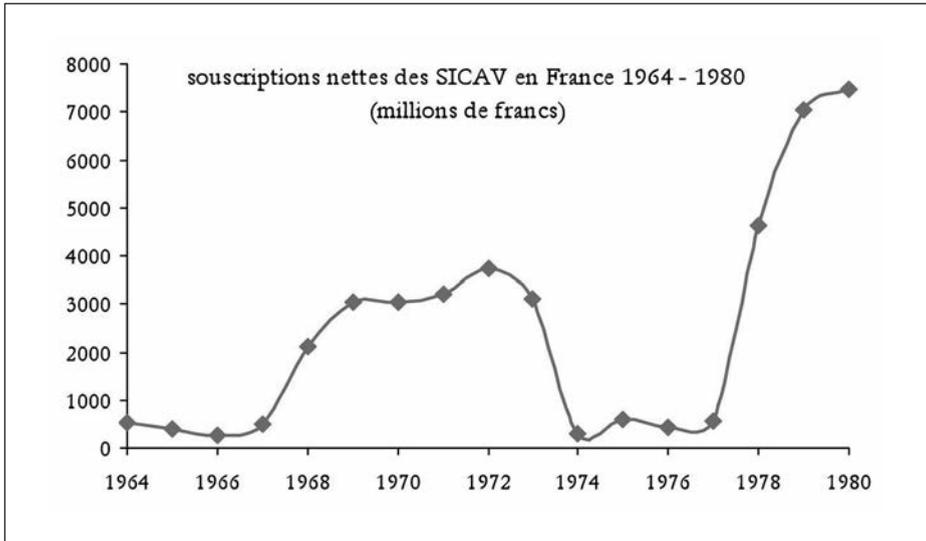
La lente diffusion de la gestion collective en France

Les OPCVM ont été très tôt imaginés par les fonctionnaires des Finances. Le 2^{ème} plan exposait en ces termes l'impératif du développement du marché et de la gestion collective :

« La souscription sur le marché est, dans la plupart des pays évolués, de moins en moins le fait des épargnants eux-mêmes, de plus en plus celui d'organismes collecteurs qui débarrassent l'épargnant du souci du choix et de la surveillance de son placement et lui assurent à la fois une sécurité et une liquidité plus grandes. Ce glissement de l'épargne vers les organismes collecteurs doit être considéré comme un phénomène de la plus grande importance et comme un phénomène irréversible » II^{ème} plan français de modernisation et d'équipement, publié le 1^{er} avril 1956.

Mais il a fallu plus d'une trentaine d'années pour qu'ils deviennent accessibles à tous. Pourtant, cette vision d'une finance démocratisée est une constante des différents gouvernements des IV^{ème} et V^{ème} Républiques, voulue

FIGURE 1 : Un succès tardif, les souscriptions de SICAV 1964 - 1980



Source : données Cherroux, 1982, p. 252 figure réalisée par les auteurs

par des gouvernements de droite comme de gauche. Elle a été institutionnalisée par le Conseil National de la Résistance (ordonnance du 2 novembre 1945), par le gouvernement radical Henri Queuille (loi du 21 mars 1949, E. Faure était le secrétaire aux Finances), par A. Pinay (aux Affaires économiques sous le gouvernement H. Queuille puis président du Conseil en 1952), par le Général de Gaulle (ordonnance du 17 août 1967), sous Valérie Giscard d'Estaing (loi Monory du 13 juillet 1979), sous François Mitterrand (déjà secrétaire d'État sous le gouvernement Henri Queuille).

La figure 1 souligne la lente diffusion des SICAV en France. L'engouement entre 1968 et 1973 est lié à la mise en place de la participation des salariés. Comment expliquer cet échec initial quand on sait le succès que connaîtra ce dispositif à partir des années quatre-vingt ? Un double désintérêt des épargnants et des diffuseurs (banquiers et assureurs) explique l'échec.

Les ménages français se sont tardivement tournés vers les OPCVM. L'épargne populaire était placée dans des livrets, l'épargne des fortunés était investie directement en titres ou gérée par un conseiller dédié. La thèse de Lazarus (2009) expose ce qu'était l'« éthique de l'épargnant », ce que Bourdieu appelait « la misère du petit bourgeois » (4), construite sur le double héritage de la charité chrétienne du 19^{ème} siècle et de la bienveillance républicaine.

(4) Bourdieu Pierre, « Un signe des temps », Actes de la recherche en sciences sociales, mars 1990, numéro 81/82 : « L'économie de la maison », p. 2.

« *La grande institution de l'épargne populaire naît en 1818 : il s'agit de la Caisse d'épargne et de prévoyance de Paris, qui propose un livret d'épargne rapportant 5 % par an. [...] L'épargne et la prévoyance sont alors indéfectivement liées. [...] Les caisses d'épargne sont un moyen d'inscrire les classes laborieuses dans la nouvelle union de la nation et de l'État, car l'épargne des plus modestes est alors investie dans les fonds publics. Elle est également présentée par ses promoteurs comme un moyen d'apaiser des tensions sociales, en socialisant les pauvres à la propriété privée. [...] L'école de la Troisième République fait du livret d'épargne un pilier de la pédagogie de l'argent. La prévoyance et l'épargne y étant élevées au rang de vertu civique. L'école républicaine fut le lieu d'apprentissage de l'ethos de l'épargne aux familles ».* Lazarus, 2009, pp. 324-326.

L'épargne populaire est dans les livrets ou thésaurisée, elle n'est pas sur les marchés financiers. La création du Plan d'Épargne Logement en 1965 renforce encore ce lien à l'épargne bancaire.

Le désir de muter l'épargne populaire des livrets vers les OPCVM et les marchés financiers est une volonté politique, avec la mise en place des deux produits phares : l'assurance-vie (loi Monory de 1978 qui défiscalise les plus-values réalisées) et le Plan d'Épargne Action (créé en 1992).

L'autre récalcitrant au développement des OPCVM est paradoxalement le monde professionnel. Le secteur bancaire et assurantiel ne voyait aucun intérêt à proposer ce type de produits à ses clients. C'est seulement à partir des années quatre-vingt que les banques et les assurances françaises se sont lancées dans l'activité de gestion d'actifs (auparavant, elles préféraient leurs activités traditionnelles, le crédit et les livrets pour les banques de dépôts, les titres et le conseil dédié pour les banques d'affaires). Et c'est donc seulement à partir de ces années quatre-vingt que l'épargne populaire sera dirigée vers OPCVM des enseignes bancaires, grâce aux conseils du conseiller clientèle enfin convaincu.

II. — LA GESTION COLLECTIVE, ACTEUR MAJEUR DANS UNE SOCIÉTÉ GLOBALISÉE ET FINANCIARISÉE

Le développement de la gestion collective en France a été une volonté politique plus qu'une action lobbyiste des banques et assureurs. L'État voyait dans la gestion collective un instrument de croissance économique dans un monde de plus en plus financiarisé et globalisé et un outil de démocratisation en rendant les bienfaits de la finance accessibles à tous. Cette deuxième section présente les différents arguments économiques en faveur de la gestion collective et souligne le contexte particulier (baby-boom, rendement exceptionnel des marchés financiers) qui ont renforcé son adoption dans les années quatre-vingt.

Les trois atouts économiques de la gestion collective

— *Un portefeuille efficient accessible à tous*

La gestion collective permet à l'épargne d'accéder à une allocation financière optimale. En effet, le recours à un expert ayant accès à l'ensemble des placements mondiaux assure une diversification optimale même pour des montants initiaux modestes d'épargne. La gestion collective ouvre tous les marchés internationaux de capitaux à n'importe quel ménage français et lui permet ainsi de constituer un portefeuille conforme aux principes de l'efficience Sharpe-Markowitz, en bénéficiant de l'expertise et des informations du gérant. Cet argument avait d'ailleurs déjà été promu lors de la création du premier fonds collectif UK's Foreign&Colonial Company en 1869. La brochure de présentation précisait : « Véhicule qui procure à l'investisseur à moyens modérés les mêmes avantages qu'un riche capitaliste tout en diminuant les risques sur les placements étrangers et coloniaux en investissant sur de nombreux titres » (Russel, 2007, p. 5)

Une gamme de fonds permet de répondre aux préférences des épargnants, en terme de risque, d'horizon de placement, d'univers de placement et de préférences extra-financières (fonds solidaire, fonds socialement responsable, proximité locale). L'épargnant a désormais l'embaras du choix, qu'il décide de se focaliser sur des profils de gestion ou de composer un portefeuille de fonds purs, illustrant chacun une classe d'actifs spécifique. Il dispose, souvent sans le savoir d'une palette de fonds de bonne qualité (5 à 10 % du total), qui offre une performance régulière et constante dans le temps avec une bonne gestion des risques de leur portefeuille. Il peut avoir recours aussi à des gestions aux styles de gestion pointus, capables de faire la différence en termes de performance et de rétribution des risques financiers assumés. Reste à maîtriser la gestion de son portefeuille, dans la durée : le processus de gestion, la régularité des décisions d'investissements, l'application des arbitrages, le calcul de la performance et des risques qu'il prend. Si la palette de fonds existe, la question principale reste l'éducation de l'épargnant et la formation des conseillers afin de proposer des produits ni standardisés ni pré-choisis mais adaptés aux désirs de chacun. Il y a et y aura beaucoup à faire.

— *Contrepartie de l'investissement et du risque entrepreneurial*

La gestion collective complète la médiation bancaire traditionnelle en intervenant sur un spectre plus large de produits de financement et de couverture des risques : actions, obligations, produits monétaires de court terme et produits dérivés. Elle permet non seulement de contribuer au financement de l'investissement national et d'orienter son affectation mais encore d'être la contrepartie de produits de couverture.

Du fait de leur obligation de performance, les gérants sont censés appliquer une politique d'investissement faite de rigueur et de grande sélectivité, en s'ap-

puyant sur des études et des expertises. Ils devraient être à même de choisir les sociétés les plus performantes et les innovations les plus pertinentes. Sous cette condition, lors des émissions primaires de titres, l'allocation de l'épargne collectée serait effectivement affectée aux projets d'investissement les plus rentables. Une boucle vertueuse serait générée à l'initiative de la gestion collective : les gérants détectent les entreprises en croissance, leur apportent des capitaux pour soutenir leurs investissements et permettre *in fine* une croissance, une hausse des cours et des dividendes qui récompenseront les souscripteurs initiaux. Les bienfaits annexes sont eux aussi conséquents : une incitation pour les firmes innovantes à expliciter leurs projets et à convaincre les gérants avec la production d'informations publiques, un effet boule de neige, les OPCVM jouant un effet signal sur les sociétés retenues qui inciterait l'entrée d'autres investisseurs, la croissance économique de long terme.

Pour répondre encore plus spécifiquement à cet objectif de financement des secteurs innovants et des petites entreprises, la France s'est dotée d'une gamme de fonds dédiés spécifiquement au financement de certains secteurs de l'économie : le financement de l'innovation (FCPI), l'investissement de proximité (FIP), le capital investissement (FCPR).

— *Animation de la place financière française*

Enfin, la gestion collective anime et contribue à la régulation des marchés financiers. Cette animation des marchés provient des volumes drainés par la gestion collective et de son rôle de contrepartie. Les montants collectés, placés durablement sur les marchés, assurent des contreparties aux ordres et favorisent l'élasticité du marché. Les transactions régulières permettent une fluidification du marché. Dès lors, les mouvements de prix sont moins sujets aux chocs et favorisent l'apparition de prix plus efficaces. La gestion collective a été aussi le diffuseur et le promoteur de nombre de produits financiers innovants. L'acquisition d'obligations convertibles ou plus récemment de produits titrisés a permis le développement de ces marchés initialement de gré à gré et ouvert la voie de leur réglementation. La réglementation européenne des OPCVM limitant les investissements sur les seuls marchés réglementés, c'est par la création de nouvelles enveloppes de fonds (FCIMT, ARIA, ARIA EI, fonds contractuels, FCPR, FIP, FCPI, OPCI) que cette diffusion s'opère en Europe. Enfin, le développement de la gestion collective s'est accompagné de l'avènement de nouveaux métiers, liés à l'analyse des valeurs mobilières, à la valorisation et l'administration des fonds. La gestion collective a contribué au façonnement de la sphère financière dans l'orientation des placements ainsi que dans la séparation fonctionnelle des tâches.

La promotion de la gestion collective française était donc un choix stratégique aussi bien économique que politique. En effet, parce qu'elle améliorait le rendement de l'épargne populaire française, finançait l'investissement national et animait le marché financier français, la gestion collective était un élément crucial d'indépendance et d'autonomie de la place financière française à

l'égard des grandes places internationales. Sa promotion était impérative dans le contexte de la globalisation financière.

Un contexte particulièrement adapté à la gestion collective

Ces évolutions n'auraient point été possibles sans un contexte démographique et économique approprié. D'une manière générale, avec le rétablissement économique en France, les générations des années 50-60-70 ont pu bénéficier du rétablissement de la trajectoire de croissance, de la hausse de leur pouvoir d'achat et de l'accroissement de la valorisation de leur patrimoine mobilier et immobilier. Depuis, le vieillissement de la population née lors du baby boom a engendré une montée générale de l'épargne et du poids des patrimoines financiers (11 % par an entre 1995 et 1999), alors que le revenu n'augmentait que de 4 %, (Babeau, 2003). Le patrimoine des ménages a crû par l'effet combiné du cycle de vie et de choix intergénérationnels. Le patrimoine des ménages des français était de 229,6 % du PIB en 2000 contre 137,3 % en 1990 (Byrne et Davis, 2002).

Cette augmentation du patrimoine agrégé des ménages a concerné l'ensemble des catégories sociales, notamment les classes moyennes. Ce phénomène structurel était la conséquence de l'adoption d'un régime de croissance fordiste, redistribuant la rente au travail. Les dispositifs fordistes d'intéressement et de participation ont contribué à diriger l'épargne populaire vers les OPCVM.

Il fallait donc créer des dispositifs d'épargne de masse, destinés aux classes moyennes et non plus exclusivement un service personnalisé à quelques riches familles fortunées. La gestion collective satisfaisait pleinement à cette nouvelle donne de dispersion et de massification de l'épargne. Elle apparaît donc comme le médiateur privilégié entre l'épargne populaire et les marchés dans le contexte de globalisation financière qui émerge simultanément.

La financiarisation de l'économie mondiale engagée depuis les années quatre-vingt a permis une interconnexion accrue des marchés financiers offrant de nouvelles opportunités de placements. À cela s'est ajouté un rendement exceptionnel sur les marchés financiers, rendant toujours plus attractif l'investissement financier. Entre 1980 et 2008, la rentabilité réelle du monétaire, des actions et des obligations s'est élevée respectivement à 2,4 %, 7,8 % et 7,8 % par an soit 2,6 %, 5,8 % et 4,7 % de plus que sur la période allant de 1950 à 1980 (Garnier et Thesmar, 2009, p. 42). Les transactions financières et les montants placés ont en conséquence crû de manière considérable, renforçant ainsi la pertinence d'un placement de l'épargne populaire sur les marchés financiers. En 2008, la taille des marchés financiers est évaluée par le FMI à 116 trillions de dollars, soit presque deux années de PIB mondial et à 214 trillions ou 3 ans et demi du PIB mondial si l'on inclut les créances bancaires (cf. annexe 1).

La gestion collective, parce qu'elle assurait un placement optimal de l'épargne populaire, un soutien de l'investissement national et un puissant animateur de la place parisienne a été soutenue par les politiques successifs. Une nouvelle niche s'est ainsi ouverte dans les années quatre-vingt pour les professionnels de la finance, celle de la finance de masse. La section suivante dresse trente ans après un bilan de cette innovation institutionnelle.

III. — DÉMOCRATISATION DE LA FINANCE ET DÉSILLUSIONS ÉCONOMIQUES

Le bilan que nous allons dresser de l'introduction de la gestion collective en France considère les objectifs explicitement attendus de cette innovation institutionnelle décrits dans la deuxième section.

La gestion collective française, un succès incontestable

En 2008, l'industrie française de la gestion d'actifs représente 590 sociétés de gestion, 11 300 fonds d'investissement dont 8 300 OPCVM à vocation générale. Elle gère pour compte de tiers 2 610 Mds€ dont 1 380 Mds en OPCVM de droit français et 1 230 Mds en gestion sous mandat. Elle est la seconde à l'échelle mondiale derrière les États-Unis. En 2009, d'après une estimation de l'AFG, l'industrie de la gestion financière française d'OPCVM représente plus de 23 % des encours européens, devant l'Allemagne (20,1 %), le Royaume-Uni (15,8 %), et l'Italie (6 %). La gestion collective française est devenue en trente ans un acteur majeur de l'industrie mondiale. La figure 2 montre que cette tendance a été régulière depuis décembre 1993 par un double effet de volume (augmentation des flux de souscriptions) et de richesse (augmentation des cours, excepté lors des crises de 2000-2001 et 2007-2008).

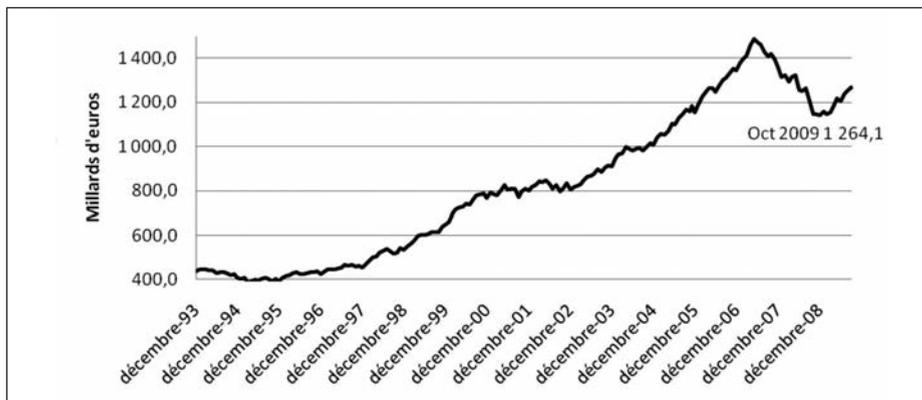
L'offre de produits est très diversifiée, des OPCVM actions ou obligations jusqu'aux fonds à vocation spécifique, liés au capital investissement, aux financements des TPE et PME, à l'immobilier, et au financement de l'industrie cinématographique. Les fonds contractuels, ARIA et ARIA EL sont dédiés à des clients aguerris ou semi-professionnels, et contribuent à intégrer l'innovation financière dans des fonds collectifs. L'industrie de la gestion collective, par sa diversité et sa réactivité, favorise la compétitivité de la place française.

Cette industrie s'avère très rentable. En moyenne, sur les dix dernières années, le rapport résultat d'exploitation/produits d'exploitation évolue autour de 23 %.

Enfin, l'industrie de la gestion française est fortement concentrée (5). Alors que les banques et les assurances avaient été dans un premier temps réticentes

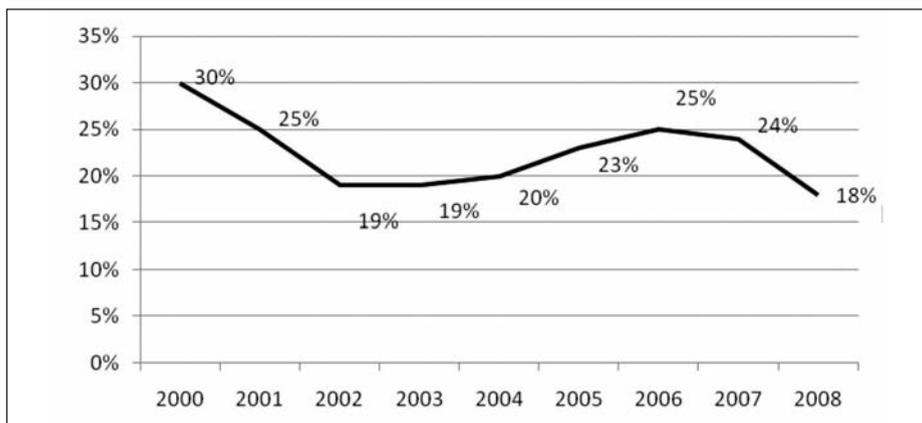
(5) L'analyse de la gestion pour compte de tiers de 2008 par l'AMF.

FIGURE 2 : Évolution des actifs sous gestion des OPCVM français à vocation générale



Source : données AFG, octobre 2009

FIGURE 3 : Rentabilité des sociétés de gestions entre 2000 et 2008



Source : AMF (2009), La gestion pour compte de tiers en 2008

à proposer des produits de gestion collective, les dix premières sociétés de gestion sont toutes issues des grands réseaux bancaires et d'assurance et contrôlent 61 % de la gestion de fonds et 78 % des mandats sous gestion. La gestion entrepreneuriale gère moins de 100 milliards pour la moitié des sociétés de gestion agréées. La concurrence étrangère est limitée à 18 % des sociétés de gestion pour 13 % des encours.

La gestion collective française est devenue un acteur majeur de la scène financière mondiale, par les montants gérés et par l'apparition de groupes internationaux reconnus.

TABLEAU 1 : Répartition des sociétés de gestion de portefeuille par nationalités et par catégories

Catégories de prestataires de services	Nationalité de la maison mère						Répartition	
	Française		Européenne		International		Nb de SGP	Actifs sous gestion
	Nb de SGP	Actifs sous gestion	Nb de SGP	Actifs sous gestion	Nb de SGP	Actifs sous gestion		
Prestations de services financiers	27	14	1	0,3	3	0,7	31	15
Assurances et Mutuelles	33	462	11	219,2	2	0,2	46	682
Établissements de crédit	124	1512	20	73,6	12	25	156	1610
Sociétés de droit public	13	117,6			1	0,1	14	118
Personnes physiques	244	93,3	18	4,4	11	2,5	273	100
Total général	441	2198,9	50	297,5	29	28,5	520	2525
Répartition en %	85%	87%	10%	12%	6%	1%	100%	100%

Source : AMF (2009), rapport pour compte de tiers de 2008

Un succès populaire

Le recours aux OPCVM comme instrument de placement de l'épargne des ménages s'est imposé en France, non seulement *via* les dispositifs institutionnalisés de participation et d'intéressement mais aussi *via* un arbitrage individuel et l'achat de parts, notamment dans le cadre du contrat d'assurance-vie. Le tableau 2 décrit la structure du patrimoine des ménages français de 1990 à 2006.

La part du patrimoine déléguée auprès d'investisseurs institutionnels *via* des produits de gestion collective n'a pas cessé de croître pour représenter en 2006 56 % du patrimoine financier total (il était pratiquement nul avant les lois Monory). L'assurance-vie est devenue le premier flux de placement financier des ménages français, du fait principalement des mesures d'incitation fiscales dont elle a bénéficié. *A contrario* les placements traditionnels (dépôt, comptes) subissent une chute très forte (de 53 % en 1990 à 36 % en 2006). Malgré le succès du PEA (6), la part de titres financiers détenus en direct baisse régulièrement.

Ainsi, l'accès populaire à la finance s'est traduit par la médiation accrue des investisseurs institutionnels et le développement de la gestion collective.

(6) Selon le dossier Épargne et Patrimoine des ménages (2006, INSEE), 15 % des ménages français étaient détenteur d'un PEA en 2004.

TABLEAU 2 : Structure du patrimoine financier des ménages français

Structure du patrimoine des ménages français	1990		1995		2000		2003		2006	
	Mds €	%	Mds €	%	Mds €	%	Mds €	%	Mds €	%
Source AMF, BDF										
Dépôts à court terme	439,4	45%	514,2	36%	586,7	29%	654,4	30%	683,8	27%
PEL et PEP	83,1	8%	177,5	12%	254,6	13%	267,7	12%	241	9%
Détention directe de titres	146,8	15%	174,7	12%	176,4	9%	127,5	6%	216,1	8%
TCN	2	0%	5,3	0%	10,2	1%	3,5	0%	5	0%
Obligations	65,7	7%	92,7	6%	50	3%	49,2	2%	56	2%
Actions cotées	79,1	8%	76,8	5%	116,2	6%	74,8	3%	155,1	6%
Épargne auprès des investisseurs										
institutionnels	310,5	32%	571,4	40%	971,6	49%	1118,3	52%	1427,5	56%
Titres OPCVM monétaires	84	9%	71,7	5%	37,3	2%	45,6	2%	31,3	1%
Titres OPCVM de long terme	89,5	9%	151,4	11%	247,6	12%	236,9	11%	271,6	11%
Assurance - Vie	137	14%	348,3	24%	686,7	35%	835,8	39%	1124,6	44%
Total	979,8	100%	1437,8	100%	1989,3	100%	2167,9	100%	2568,4	100%

Source : L'économie française 2006, dossier Épargne et patrimoine des ménages, INSEE

La gestion collective permet-elle le financement de l'investissement national ?

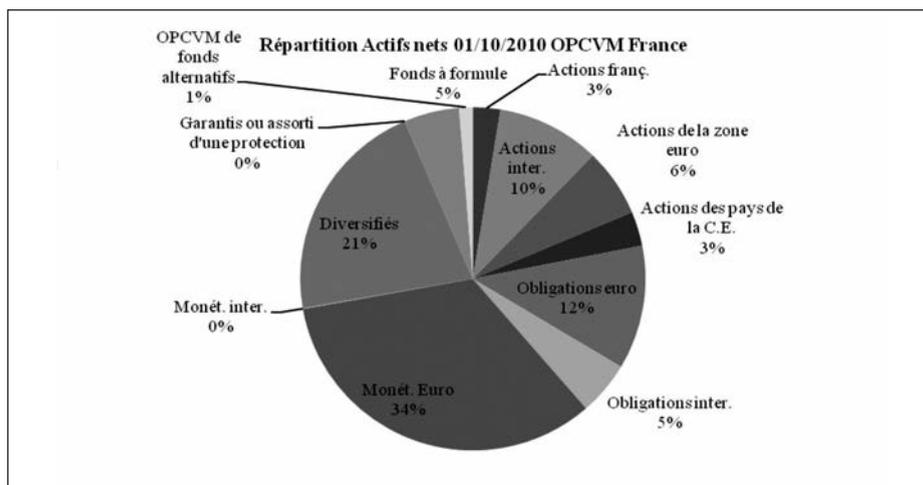
Les deux premiers objectifs – démocratisation de la finance et constitution d'une place financière française compétitive – ont été pleinement satisfaits. Toutefois, l'enjeu principal de la création de la gestion collective résidait dans le financement de la croissance économique de long terme. Le lien entre la finance et l'industrie française a-t-il été créé et a-t-il pu suppléer le lien bancaire traditionnel ?

— L'allocation réalisée par la gestion collective française

Pour répondre à cette interrogation, nous proposons de considérer l'allocation des portefeuilles collectifs.

La figure 4 nous révèle la part très importante des titres monétaires dans le portefeuille et la part relativement faible des actions françaises (3 %). Cette tendance peut s'expliquer d'un point de vue conjoncturel compte tenu de la baisse de la capitalisation boursière survenue avec la crise financière. Le poste monétaire a ainsi constitué un refuge pendant la crise (41 % en octobre 2009) et connaît une légère inflexion avec la reprise. Toutefois, si l'on considère les données moyennes entre 1994 et 2009 (figure 5), on constate que cette répartition est structurellement en faveur du monétaire (37 %) et minoritairement tournée vers les actions françaises (6 %) et européennes (6 %).

FIGURE 4 : Répartition des actifs nets sous gestion au 01/10/2010 des OPCVM déclarés à l'AMF



Source : données AFG, décembre 2010, figure réalisée par les auteurs

Sur les milliards collectés par les OPCVM de droit français une fraction mineure est allouée sur le marché action français, quasi-exclusivement sur du marché secondaire. Une part infime concernerait les petites capitalisations (4% des sommes placées sur le marché action, selon une estimation de l'AMF), la part largement majoritaire étant investie sur les grandes capitalisations du CAC40.

On pourrait espérer que le financement s'opérerait aussi *via* les obligations. Malheureusement, une étude de l'AMF (Pansard, 2005), a montré que la grande majorité des émissions obligataires relevait des administrations publiques (en 2003, 600 Mds€), des institutions financières (302 Mds) et loin derrière des entreprises (98 Mds). Le secteur obligataire est structurellement dominé par la dette publique et les déficits budgétaires devraient accroître cet effet d'éviction.

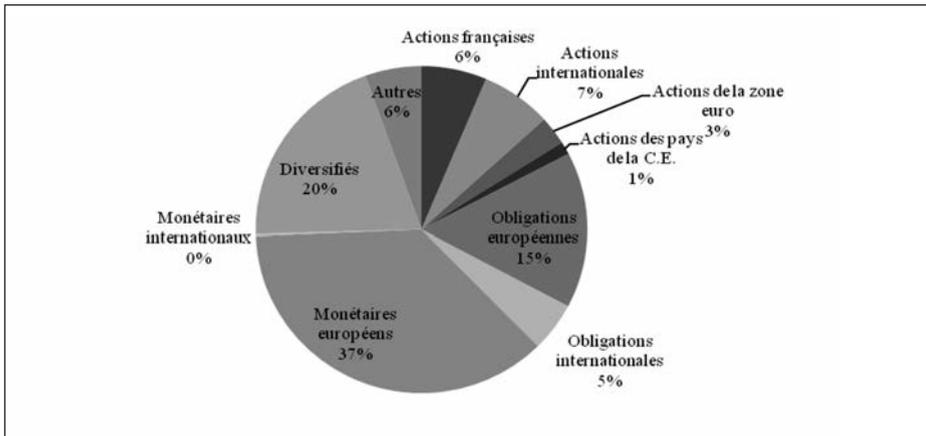
Ainsi, la structure de l'allocation de portefeuille qui fait la part belle au monétaire (7) et aux obligations d'État ne peut subvenir au financement de l'investissement national. Nous ne traitons même pas ici de l'utilisation par les entreprises de l'argent récolté lors des émissions.

— *Un biais français, une capture de la gestion collective ?*

Il reste à savoir si ce biais structurel est inhérent à la gestion collective ou est une spécificité française qu'il conviendrait de corriger.

(7) Les OPCVM monétaires sont des réserves de liquidités rémunérées à risque modéré. Elles servent d'instruments de gestion à court terme de la trésorerie des entreprises et de liquidités pour les sociétés financières.

FIGURE 5 : Portefeuille moyen des OPCVM de droit français à vocation générale entre 1994 et 2009



Source : données AFG, octobre 2009, figure réalisée par les auteurs

Le tableau 3, (page suivante) donne la structure moyenne des portefeuilles collectifs dans le monde au deuxième trimestre 2009. Nous pouvons constater que la France constitue une singularité au sein des pays développés par l'importance du monétaire.

Cette singularité française n'existait pas lors de la création des OPCVM. En effet, en 1981, l'allocation présentait une ventilation très différente avec une part belle aux actions.

L'allocation de la manne de la gestion collective française a été détournée de son objectif initial (financement de l'investissement réel) au profit de l'investissement en titres monétaires qui alimentent le marché interbancaire et les financements courts. Ce biais est symptomatique de la France. On peut se demander si cette orientation s'explique par l'aversion au risque des ménages français ou par la structure particulière de cette industrie, où dominent les groupes bancaires et les assurances.

CONCLUSION

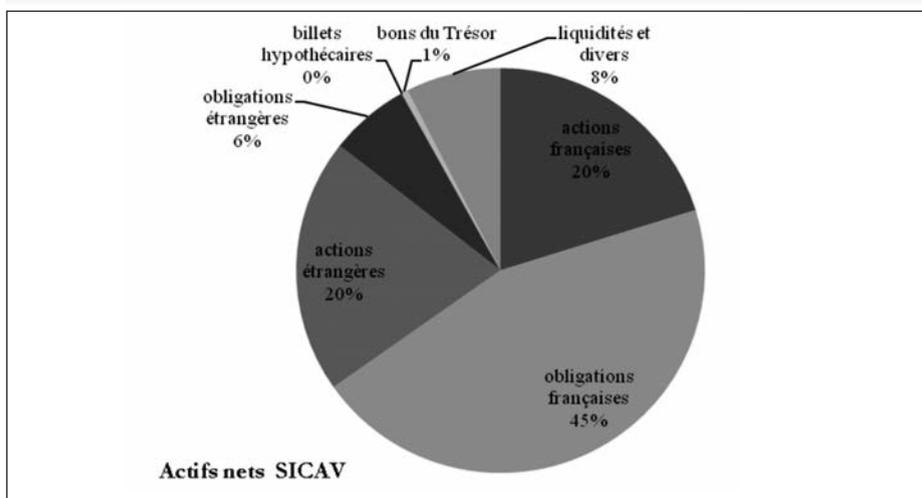
La gestion collective a été pensée et voulue comme un outil de réconciliation nationale, qui rendrait la finance accessible à tous les épargnants et assurerait le financement de l'économie réelle française. Grâce aux dispositifs mis en place par l'État (participation et intéressement, assurances-vie), le patrimoine de l'ensemble des ménages français s'est détourné des placements traditionnels vers les fonds collectifs gérés par les investisseurs institutionnels. L'objectif de

TABLEAU 3 : Structure des portefeuilles des OPCVM dans le monde en 2009

Pays	Total (millions \$)	Action	Obligation	Monétaire	Diversifié	Autre
Amériques	11 226 845	38,1%	19,9%	33,9%	7,6%	0,5%
Canada	470 708	38,0%	11,1%	12,9%	37,2%	0,9%
Chili	26 617	7,7%	24,0%	56,2%	7,4%	4,8%
États-Unis	10 027 508	40,2%	18,2%	36,4%	5,3%	0,0%
Mexique	66 427	4,1%	17,2%	72,4%	6,3%	0,0%
Europe	6 693 184	27,1%	20,3%	22,1%	14,1%	3,8%
Allemagne	275 244	42,3%	25,4%	6,5%	17,9%	7,9%
France	1 701 695	22,8%	13,6%	43,6%	18,7%	1,4%
Grande-Bretagne	607 422	62,1%	22,8%	1,0%	8,5%	5,6%
Italie	263 178	12,9%	33,8%	30,4%	22,9%	0,0%
Luxembourg	1 976 298	27,5%	26,1%	24,0%	14,2%	8,2%
Suisse	153 183	23,6%	17,7%	22,6%	36,1%	0,0%
Autre	2 324 085	48,8%	11,0%	17,4%	5,3%	17,6%
Afrique du Sud	91 102	21,9%	1,8%	34,6%	22,3%	19,5%
Australie	972 826	34,3%	6,2%	21,8%	0,0%	37,7%
Chine	327 531	59,9%	6,2%	7,3%	26,7%	0,0%
Corée du Sud	254 729	31,9%	12,6%	32,5%	10,0%	13,0%
Japon	592 467	80,4%	15,1%	4,5%	0,0%	0,0%
Taiwan	55 576	31,8%	1,2%	59,0%	3,2%	4,9%
Monde	20 335 215	35,6%	18,9%	28,1%	9,6%	3,6%

Source : données EFAMA, 2^{ème} trimestre 2009, tableau réalisé par les auteurs

FIGURE 6 : Structure du portefeuille des SICAV Monory au 30.06.1981



Source : données AFG, octobre 2009, figure réalisée par les auteurs

démocratisation de la finance a donc été pleinement atteint. Cependant l'allocation de cette manne s'avère orientée vers des titres de court terme, principalement du monétaire et faiblement financer l'investissement de long terme de la sphère réelle. Cette tendance structurelle a été renforcée par la conjoncture récente et les pertes importantes subies sur le marché des actions.

Comment modifier cette situation et permettre à la gestion collective de soutenir la croissance économique ?

La montée en puissance de la gestion sous mandat et des fonds profilés constitue sans aucun doute un dépassement de la situation de blocage (relatif) à l'égard des classes d'actifs – actions, obligations et monétaires. Qu'il touche des produits standards ou personnalisés, le mandat permet de s'entendre au préalable sur les objectifs de gestion, les risques pris et l'univers d'investissement du gérant. Il ouvre un espace de communication différent et régulier pour les porteurs. Il permet de mieux s'informer sur les différents arbitrages envisagés dans le cadre de son allocation tactique (à trois - six mois) et de fonder une relation de long terme avec une logique qui n'est pas exclusivement financière mais qui intègre des perspectives économiques.

Faut-il aussi changer le mode d'organisation des conseils en investissements financiers au sein des grands groupes ? L'épargnant français n'a pas accès à l'ensemble des produits existants et s'avère très peu éduqué en la matière. Il suit donc bien souvent les conseils prodigués par son conseiller bancaire ou d'assurances. Or ce dernier a tendance à suivre la politique interne du groupe, fonds maisons (8). Nous sommes très loin de l'indépendance dans le conseil outre atlantique, qui alloue les capitaux en fonction de l'intérêt et des caractéristiques des clients et des profils de gestion.

Informé mieux le client sur les risques réels supportés, sur la finalité du placement, sur ses possibilités d'allocation du portefeuille permettrait une réelle démocratisation de la finance. L'épargnant pourrait alors devenir acteur de l'affectation de son épargne et choisir de l'orienter vers des produits plus risqués (financement de petites et moyennes entreprises) mais sources d'emplois locaux plutôt que d'alimenter le marché monétaire ou le marché secondaire des titres du CAC 40. Le risque, s'il doit être assumé en connaissance de cause par les épargnants, doit se baser sur des outils d'aide à la décision accessibles et à l'usage aisé. À ce prix, il nous semble possible d'améliorer le financement de l'économie réelle.

Il faut enfin reconsidérer le principe de la finance pour tous, tant du côté des entreprises que du côté des ménages. Ceci passe par une meilleure connaissance opérationnelle (et non administrative) de la clientèle ; certains peuvent supporter ce risque (âge, richesse, préférences), d'autres non (dans ce cas le

(8) Lazarus (2009) décrit comment les conseillers clientèles incitent des ménages à faible aisance financière et endettés à souscrire de l'assurance-vie pour respecter leurs objectifs commerciaux.

livret reste la forme préférable de placement de l'épargne). Une meilleure formation des épargnants, afin qu'ils puissent mieux maîtriser les risques et les caractéristiques de chacun des produits au sein d'un portefeuille financier s'avère plus que jamais nécessaire.

BIBLIOGRAPHIE

- II^{ème} plan français de modernisation et d'équipement, 1^{er} avril 1956.
 AFG, rapport annuel 2009, juin 2010 et rapport intermédiaire Q2 2009, novembre 2009. (www.afg.asso.fr).
 AGLIETTA M. et COUDERT V. (1990), *La globalisation financière*, Economica, Paris.
 AMF, (2008 et 2009), *La gestion pour compte de tiers*, novembre 2009 et 2010, (www.amf-france.org).
 BABEAU A. (2003), rapport du BIPE sur l'épargne des ménages français.
 BCG Global Asset Management (2009), (www.bcg.com).
 BOURDIEU P. (1990), « Un signe des temps », *Actes de la recherche en sciences sociales*, mars 1990, numéro 81/82 : « L'économie de la maison », p.2.
 BYRNE J.-P. et DAVIS E.-P. (2002), « Investment and Uncertainty in the G7 », *NIESR Discussion Papers* 198, National Institute of Economic and Social Research.
 CHERROUX J. (1982), « Les modalités de gestion collective comme facteur de collecte de l'épargne », in *Le développement et la protection de l'épargne, documents contributifs*, la Documentation française, Paris, pp. 242-290.
 Collectif (1982), *Le développement et la protection de l'épargne, documents contributifs*, La Documentation française, Paris.
 FAFFA J.-C. (1963), *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne*, Édition Cujas, Paris.
 GALLAIS-HAMONNO G. (1995), *SICAV et fonds commun de placement, les OPCVM en France*, PUF, Paris.
 GARNIER O. et THESMAR D. (2009), *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, rapport du CAE, n° 86, Paris.
 INSEE, *Les revenus et le patrimoine des ménages*, Édition 2009 et 2006, www.insee.fr
 LAZARUS J. (2009), *L'épreuve de l'argent. Une sociologie de la banque et de ses clients*, thèse de doctorat, EHESS.
 PANSARD F. (2005), *Revue mensuelle de l'AMF*, n° 12, mars.
 RUEFF J. (1972), *Combats pour l'ordre financier*, Plon, Paris.
 RUSSEL R. (2007), *An Introduction to Mutual Funds Worldwide*, Securities Investment Institute.
 SERVAN-SCHREIBER J.-J. (1967), *Le défi américain*, Denoël, Paris.

ANNEXE 1 : importance des marchés financiers dans le monde en 2009

Régions	PIB	Marchés financiers	Actions	Emprunts publics	Emprunts privés	Total Emprunts	Créances bancaires	Actifs financiers/PIB
Monde	60 917	214 422	33 513	31 665	51 863	83 529	97 381	352
États-Unis	14 441	56 379	11 737	7 892	22 754	30 657	13 996	390
UE	17 037	68 908	7 262	8 845	20 291	29 137	32 510	452
Japon	4 910	24 714	3 209	9 116	2 362	11 478	10 027	503
Pays émergents	20 605	34 393	8 558	4 712	3 103	7 815	18 020	167

Source : FMI, en milliard de dollars