



# Informatique et finance de marché

Edition du 09 avril 2020

[www.fimarkets.com](http://www.fimarkets.com)

## Avertissement

Le livre PDF du site FiMarkets est destiné à l'usage personnel exclusif de son propriétaire, personne physique, entreprise ou autre organisation, tel qu'indiqué en bas de chaque page du livre.

- Si le propriétaire est une personne physique, celle-ci s'engage à ne pas partager la version électronique du livre FiMarkets, en particulier à ne pas le publier sur un serveur Web Internet ou d'entreprise (Intranet), sur un dossier réseau partagé ou le partager par courrier électronique.
- Si le propriétaire est une entreprise ou toute autre organisation, celle-ci s'engage à ne pas diffuser le livre à l'extérieur de l'organisation, en particulier à ne pas le publier sur un serveur Web Internet et à ne pas le diffuser par courrier électronique en dehors de l'entreprise.

Le livre FiMarkets est soumis au **droit d'auteur** et ne doit pas être diffusé ou imprimé en nombre sans l'autorisation de FiMarkets.

## Table des matières

Acteurs	3
Les acteurs des marchés financiers	3
Finance de marché	5
Acteurs	5
Les émetteurs, initiateurs de la demande de capitaux	5
L'asset management	6
Qu'est-ce qu'un Asset manager?	7
Organisation d'un Asset Manager	10
Les systèmes d'information dans l'Asset Management	15
Le Fund Processing Passport	18
OPCVM	21
La valeur liquidative	24
Commercialisation des OPCVM	32
Hedge funds, gestion alternative	34
Les « hedge funds », des leviers très controversés, mais indispensables	36
Les organismes d'assurance	40

# Acteurs

---

## Les acteurs des marchés financiers

---

### Classification des acteurs par l'offre et la demande de capital

Le marché du capital étant le lieu où se rencontrent l'offre de capitaux, proposée par les investisseurs, et la demande, qui émane des émetteurs, on peut dans un premier temps classer les acteurs des marchés de capitaux en trois grandes catégories :

- Les [émetteurs](#)
- Les investisseurs
- Les intermédiaires

Pour ce qui concerne la mise en relation des investisseurs avec les émetteurs, et donc le rôle des intermédiaires, la théorie économique oppose le financement par l'emprunt bancaire, dit « intermédié », au financement par l'émission de titres, « désintermédié ».

Dans le premier cas (financement intermédié), les ressources disponibles des agents à capacité de financement (les dépôts, en particulier des ménages), sont mises à la disposition des agents à besoin de financement (entreprises) par les banques. Le rôle crucial des banques dans ce cas est de permettre de transformer l'horizon temporel de court terme des premiers, vers l'horizon temporel de long terme (investissement) des seconds.

Dans le second, les agents à besoin de financement captent directement l'épargne publique par l'émission de titres (pour faire simple, les [actions](#) et les obligations) qui sont acquis par les agents à capacité de financement. Le qualificatif « désintermédié » apposé à ce mode de financement est pourtant un peu trompeur tant il est vrai que les intermédiaires sont en définitive plus nombreux et diversifiés que dans le cas précédent, avec là encore un rôle central joué par les banques !

### Classification des acteurs par l'offre et la demande de produits financiers

De la part des acteurs eux-mêmes, la dichotomie se fera plutôt entre l'offre et la demande de [produits financiers](#). On parle alors de « sell-side » et « Buy-side ». Le « sell-side » regroupe les acteurs qui sont à l'origine des produits : banques d'investissement, qui les évaluent : analystes financiers, et qui les distribuent : courtiers ; le sell-side a ainsi pour objectif de capter les investissements et est au service des émetteurs. Cette catégorie d'acteurs est à l'origine de l'innovation financière et se rémunère par des commissions ou des marges sur les transactions qu'elle réussit à générer.

Le « buy-side » représente les acteurs qui vont acquérir ces mêmes produits : fonds de pension, [OPCVM](#), compagnies d'assurance, [hedge funds](#). Le buy-side représente donc les investisseurs, qui a pour objectif de constituer un portefeuille d'actifs et d'en accroître la valeur et se rémunère de cette façon.

Cette distinction, plus technique et couramment utilisée parmi les professionnels, présente l'inconvénient de laisser un peu de côté les émetteurs eux-mêmes. Par ailleurs elle peut générer la confusion chez le néophyte dans la mesure où le « sell-side » est représenté, en particulier, par la banque dite « d'investissement » qui au vu des définitions présentées plus haut devrait donc se trouver de l'autre côté !

En réalité une banque d'investissement œuvre des deux côtés de la chaîne, dans la mesure où elle est d'une part à l'origine de l'émission de produits financiers, mais d'autre part en acquiert également dans le cadre de la gestion de ses fonds propres. C'est pourquoi, afin d'éviter les conflits d'intérêts préjudiciables aux clients, ces établissements sont requis d'élever des « murailles de Chine » (Chinese wall) entre leurs services assumant les fonctions « buy-side » et « sell-side »<sup>1</sup>.

### Des rôles divers assumés par des acteurs polyvalents

On le pressent déjà, il va généralement être impossible de ranger un établissement dans une catégorie précise d'acteurs. En définitive, une banque généraliste est un peu partout à la fois : elle émet des titres pour couvrir ses propres besoins de financement, assiste les entreprises dans leurs propres opérations de financement, ou les finance directement par le prêt ou la prise de participation. Par la mise à disposition des moyens de paiement, la tenue de comptes titres et espèces et plus encore via ses filiales de courtage ou de [gestion d'actifs](#), elle joue les intermédiaires indispensables dans la vie

des marchés.

C'est pourquoi sur fimarkets nous présenterons davantage des « rôles » bien définis, sachant qu'un « acteur », peut bien souvent être dans plusieurs rôles suivant les cas. Cependant l'exposé se situera toujours au niveau du marché financier dans son ensemble. Les rôles exercés au sein d'un établissement donné sont traités dans une autre partie du site, consacrée aux « [fonctions](#) ».

- 
1. Sur la différence entre "Buy-Side" et "Sell-Side": voir [cet article](#) sur [Investopedia](#).

---

Auteur: [Françoise Caclin](#), fondatrice de Fimarkets, consultante et formatrice.

# Finance de marché

## Acteurs

### Les émetteurs, initiateurs de la demande de capitaux

---

**L**es émetteurs sont les agents, publics ou privés, en quête de ressources destinées à financer leurs investissements : les entreprises, les Etats, les collectivités locales. Le rôle joué par les émetteurs dans l'évolution des marchés est souvent occulté, tant la part belle est faite aux acteurs phares que sont les banques d'investissement et les investisseurs institutionnels. Pourtant, la déréglementation a permis aux émetteurs de diversifier leurs sources de financement, et de ce fait, de mettre celles-ci en concurrence : c'est bien aussi sous la pression de la demande que l'innovation financière progresse.

### Les entreprises

Pour financer ses **investissements et ses dépenses d'exploitation**, une entreprise peut utiliser soit ses capitaux propres, soit des emprunts.

Les capitaux propres sont des moyens de financement que l'entreprise n'a pas à rembourser (mais qui doivent cependant être rémunérés via le versement de dividendes), excepté en cas de cessation de l'activité. Ils proviennent soit de l'incorporation dans le capital d'une partie des bénéfices, soit de la levée de capitaux nouveaux. Ces derniers peuvent être trouvés auprès d'investisseurs individuels, personnes physiques ou morales qui acquièrent directement une partie du capital (**private equity**). Ils peuvent aussi être levés auprès du public, via l'introduction en Bourse et l'émission d'[actions](#).

Les emprunts peuvent être obtenus auprès d'une banque ou d'un consortium de banques (prêts syndiqués), ou d'un établissement spécialisé (crédit-bail). Ils peuvent également être placés dans le public via l'émission d'[obligations](#) ou de titres à court ou moyen terme : **billets de trésorerie** (pour les entreprises non financières), **certificats de dépôt** (banques), **EMTN (Euro Medium Term Note)**, **BMTN (Bon à Moyen Terme Négociable)**.

Pour se financer à un coût avantageux, une entreprise peut également recourir à la **titrisation** de ses créances : les organismes spécialisés dans la distribution de crédit aux particuliers (crédit immobilier, crédit à la consommation) utilisent massivement cette possibilité, avec parfois les dérapages que l'on sait (crise des subprimes).

Les relations avec les entreprises non financières (corporate) et leur financement constitue une activité primordiale des banques dans le fonctionnement d'une économie de marché. Les banques concourent au financement des entreprises soit en prenant directement des participations dans le capital (private equity), ou en leur prêtant directement des fonds, soit en les assistant dans leurs opérations de financement de marché : introduction en Bourse, augmentation de capital, émissions d'obligations ou de TCN, opérations de titrisation ou de financement structuré.

### Les Etats

Contrairement aux entreprises, les administrations publiques (Etats et collectivités territoriales) ne peuvent pas se financer par l'émission d'[actions](#) car elles n'ont pas de capital. En dehors des modes de financement propres à leur nature (impôts principalement), elles ne peuvent donc que recourir à l'emprunt.

Le besoin de financement des Etats résulte de la différence entre les dépenses planifiées au budget annuel et les recettes générées par les impôts. Le recours à l'emprunt public pour combler cette différence est généralisé dans les pays développés. La dette négociable de l'Etat français atteint 976 milliards au 30 juin 2008.

En France la planification et la gestion de la dette de l'Etat est confiée à l'Agence France Trésor. En s'appuyant sur une analyse macroéconomique et financière, celle-ci définit la stratégie d'endettement de l'Etat et la gestion opérationnelle de la dette. Lors de leur émission, les titres sont placés par la Banque de France (qui est l'établissement teneur de compte du Trésor) auprès des **SVT**, les **Spécialistes en Valeurs du Trésor**. Ceux-ci, des banques partenaires du Trésor, s'engagent à acheter les nouvelles émissions, à animer le marché en cotant les titres de l'Etat, et à promouvoir ceux-ci auprès des marchés internationaux.

Les titres émis par les Etats sont recherchés par les investisseurs car ils sont réputés à risque quasi-nul (un Etat ne peut

pas faire faillite, en principe). Ils entrent massivement dans les portefeuilles des OPCVM obligataires, les fonds de pension, les compagnies d'assurance. Ce sont toujours des titres de nature obligataire (« fixed income »), c'est-à-dire représentatifs d'un emprunt (car l'Etat n'a pas de capital) et distribuant des revenus calculés suivant une règle fixe.

Les titres de l'Etat français se répartissent dans les catégories suivantes :

- Les OAT (Obligations Assimilables du Trésor) sont émises pour une durée de 7 à 50 ans.
- Les BTAN (Bons du Trésor à Intérêts Annuels) sont émis pour une durée de 2 ou 5 ans.
- Les BTF (Bons du Trésor à Taux Fixe et à intérêts précomptés) sont émis pour une durée inférieure à un an.
- Les obligations indexées (OATi, BTANi) sont des titres dont le coupon est indexé sur le taux d'inflation : ils permettent donc à l'investisseur de protéger son placement contre l'inflation.

## Les collectivités locales

Le financement des collectivités locales (régions, départements, villes) combine le recours aux fonds publics (impôts) et à l'emprunt. En France depuis les lois Defferre et la révision constitutionnelle de 2003, les responsabilités des collectivités locales ont été élargies, ce qui augmente leurs besoins de financement, en même temps que les conditions du recours à l'emprunt ont été assouplies ce qui leur facilite l'accès à une plus grande diversité d'instruments financiers. Cela a induit de la part des banques une diversification de l'offre de financement auprès de ce type particulier de clientèle.

En sus de l'emprunt bancaire classique, les collectivités locales émettent également des titres obligataires. Elles utilisent également largement les produits structurés tels que les [EMTN](#) dont la souplesse s'adapte bien à un besoin de financement dirigé par les projets. De part leur statut et leurs contraintes de fonctionnement les collectivités locales sont des émetteurs considérés comme très fiables : la qualité de leur signature est proche de celle des Etats (risque « quasi souverain »). Certaines ont recours à la notation des agences afin d'améliorer encore leur réputation.

Cependant les collectivités locales rencontrent des difficultés dans l'accès aux financements bancaires ou de marché. C'est pour cette raison que la création d'une « agence France Territoriale », sur le modèle de l'Agence France Trésor, a été récemment proposée.

## Les agences de notation

Nous avons rangé les [agences de notation](#) dans le chapitre consacré aux émetteurs car elles exercent une influence de plus en plus considérable sur la vie de ceux-ci. Une agence de notation (comme Moody's, Standard & Poors, Fitch, ...) est une entreprise commerciale qui attribue une note aux émetteurs des titres négociés sur le marché. Cette note évalue la solvabilité de l'émetteur, c'est-à-dire sa capacité à rembourser les emprunts qu'il émet en temps et en heure. Elle peut être attribuée à la demande de l'émetteur lui-même, ou à l'initiative de l'agence.

La note obtenue conditionne la capacité d'un émetteur à trouver des investisseurs prêts à acheter leurs titres, et le taux de rémunération qu'il va devoir offrir pour attirer les investisseurs : plus la note attribuée est mauvaise, plus l'émetteur devra offrir un taux élevé. La note la plus élevée est généralement attribuée aux Etats des pays développés. La différence entre le taux auquel se financent les Etats (taux de l'emprunt « sans risque ») et le taux que doivent offrir les émetteurs moins bien notés est appelée la « prime de risque ».

## Ailleurs sur le Web

- [À propos du financement des collectivités locales](#)
- L'Agence France Trésor: <http://www.aft.gouv.fr/>
- Sur la finance d'entreprise, la référence : <http://www.vernimmen.net/>

---

Auteur: [Françoise Caclin](#), fondatrice de Fimarkets, consultante et formatrice.

## L'asset management

---

**L'**objectif de ces pages est de donner la vision de ce qu'est l'Asset Management en France avec une rapide, et nous l'espérons didactique, présentation d'un Asset Manager « classique », de son offre et de son organisation.

Le dernier chapitre sera un zoom sur le rôle des systèmes d'information pour cette profession.

Comme toute vision personnelle, elle ne se veut pas « la » vérité mais simplement la compréhension que nous avons de ce métier suite à nos différentes expériences.

- [Qu'est-ce qu'un asset manager](#)
- [Organisation d'un asset manager](#)
- [Les systèmes d'information dans l'asset management](#)
- [Glossaire de l'asset management](#)

---

Auteurs: Arnaud Lamour, Karim Ramdani et Arnaud Rioche, pour [Alfi](#), Consultancy Services, Asset Management & Financial Markets.

## Qu'est-ce qu'un Asset manager?

---

### Des produits connus de tous

L'*Asset Management*, en français, « Gestion d'Actifs » est sans aucun doute la seule partie des marchés financiers connue de tous les français. Peut-être pas le terme *Asset Management* en lui-même, mais à coup sûr les produits qui en émanent.

Un *Asset Manager* est en effet la société, le plus souvent filiale d'une banque ou d'un assureur (le statut de filiale est obligatoire depuis 1999), qui crée et gère au quotidien les produits de placements dont chacun de nous voit la publicité sur les devantures de toutes les agences de banques et d'assurances : les OPCVM, organismes de placement collectif en valeurs mobilières (SICAV et FCP), ou plus généralement les produits d'épargne collective.

Plus simplement, l'*Asset Manager* est la société à qui les particuliers et les entreprises peuvent confier de l'argent pour qu'il soit géré au travers d'un fonds, qui est le véhicule de placement. Les *Asset Managers* font donc de la « gestion pour compte de tiers ».

Ainsi, les principaux clients des sociétés de gestion sont :

- Des entreprises souhaitant placer leurs excédents de trésorerie
- Des Caisses de Retraites
- Des institutions financières investissant pour compte propre ou distribuant les OPCVM à leurs clients (*Retail*, banque privée, banque de grande clientèle...)

Les clients d'un *Asset Manager* sont donc sensiblement les mêmes (hors *Retail*) que ceux d'une Banque de Financement et d'Investissement (BFI). Alors que la gestion d'actif adressera plutôt une offre d'épargne packagée, souvent à moyen ou long terme, les BFI axeront plutôt leur offre sur du conseil lors d'opérations de haut de bilan, plutôt à court terme.

### Particularités de la gestion sous mandat et de la gestion collective

La gestion pour compte de tiers se scinde en deux parties.

#### La Gestion Collective

comme décrit plus largement dans le paragraphe "[Produits proposés](#)", les produits proposés par la gestion collective sont des [OPCVM](#). Ils unifient sous un même support (qui s'achète et se revend par parts) et avec une même orientation de gestion de nombreux actifs. Ils sont destinés à de nombreux porteurs de parts.

#### La Gestion Sous Mandat

Un mandat de gestion est un contrat entre la société de gestion et un client. La société de gestion gère de manière déléguée le compte du client mais cela reste le compte du client. Un mandat de gestion s'adresse en général à un seul client qui détiendra tout l'actif net du fonds (le passif étant dans ce cas, en général, composé d'une seule part théorique), mais peut également s'adresser à plusieurs porteurs dans le cadre des fonds réservés (FCPE par exemple). Dans ce cas, nous parlerons plutôt de fonds dédiés et réservés.

Un gestionnaire peut inclure des produits de gestion collective dans son mandat.

## Du plus gros au plus petit

Pratiquement chaque institution financière bancaire ou d'assurance possède une filiale d'Asset Management.

La place parisienne compte environ 500 sociétés de gestion, dont un nombre extrêmement important de petits acteurs gérant quelques dizaines ou centaines de millions d'euros. Selon EuroPerformance, la France représente un marché d'environ 735 milliard d'euros sous gestion.

Logiquement, les plus gros *Asset Managers* sont en général liés aux plus gros institutionnels et à leur capacité de collecte d'épargne. Leur taille se mesure au montant des encours gérés (*AuM – Assets under Management*) et/ou distribués (*AuD, Assets under Distribution*). Les *AuM* représentent le total de l'actif géré par les gérants d'OPCVM, et représentent donc souvent l'ensemble des produits de la société de gestion. En revanche, les *AuD* représentent l'ensemble du passif commercialisé par les *Sales*, et peut contenir des produits qui ne sont pas gérés par la société de gestion. Ainsi, si l'actif est forcément égal au passif dans une vue par OPCVM, les *AuM* ne sont pas forcément égaux aux *AuD* au niveau de la société de gestion.

Ceci dit, depuis 2008, la crise financière a poussé les établissements bancaires à recentrer leurs activités sur leur *core-business*, et certains ont pris parti pour se désengager de la gestion d'actifs ou d'en faire une activité non stratégique. Le meilleur exemple est la vente de SGAM par la Société Générale au Crédit Agricole pour former Amundi Asset Management.

Il existe également des sociétés de gestion indépendantes, ou filiales de banques privées indépendantes. Ces dernières sont en général spécialisées sur un nombre restreint de classes d'actifs ou de processus de gestion, et présentent des encours bien moindre que leurs consœurs filiales de grandes banques (en général, moins de 80 Mds d'euros)

## Produits proposés

### Aspects juridiques

En gestion collective, l'argent des clients est géré par les *Asset Managers* au sein de structures juridiques prédéfinies : les OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) Le passif de ces OPCVM, qui peuvent être des FCP ou des SICAV, se compose de parts vendues par des distributeurs aux investisseurs. Dans les grandes lignes, SICAV et FCP opèrent de façon identique mais leur nature juridique diffère :

**SICAV : Sociétés d'Investissement à Capital Variable.**

Une SICAV est fondée par un établissement financier appelé « promoteur » et un [dépositaire](#)

Elle est constituée pour détenir un ou plusieurs portefeuille(s) de valeurs mobilières et émettre des parts au fur et à mesure des demandes de souscription. Tout investisseur qui achète des parts de SICAV devient actionnaire et peut s'exprimer sur la gestion de la société au sein des assemblées générales.

L'encours et le nombre de parts d'une SICAV évoluent donc jour après jour, faisant évoluer le prix de la part, nommé « [valeur liquidative](#) ». Les parts de SICAV peuvent être achetées et vendues à n'importe quel moment par les clients, dans la limite d'un mouvement par jour.

**FCP : Fonds Communs de Placement.**

Un FCP est créé par une société de gestion de portefeuille et un [dépositaire](#).

C'est une copropriété de [valeurs mobilières](#) qui émet des parts . Les FCP bénéficient d'une réglementation plus souple que les SICAV : à titre d'exemple, le capital minimum d'amorçage, ou *seed money* est plus faible, ils n'ont pas obligation de publier leurs résultats, et les porteurs de parts ne disposent d'aucun des droits conférés à un actionnaire. La gestion du FCP est assurée par une société commerciale, dite « société de gestion de portefeuille », agréée par l'[Autorité des Marchés Financiers](#) (AMF), qui agit au nom des porteurs et dans leur intérêt exclusif.

## Types de fonds

Pour répondre à un maximum d'attentes de leurs clients, les *Asset Managers* ont développé et commercialisent des gammes de fonds de plus en plus larges.

Les différents fonds correspondent aux différents niveaux de risques (et donc espérances de gains) et horizons de placement souhaités par les clients. Des milliers de fonds existent non seulement en gestion traditionnelle mais aussi de plus en plus en gestion alternative.

## Gestion traditionnelle

La gestion traditionnelle regroupe principalement quatre grandes familles d'OPCVM, chacune composée de plusieurs catégories :

- Les **fonds « Monétaires »** pour un risque faible en capital. Ils correspondent généralement à du placement Court Terme. Ils servent principalement aux particuliers et aux entreprises pour placer leur trésorerie avec un risque faible de perte. Ils « rapportent » l'équivalent du taux au jour le jour du pays de la devise du fonds ; par exemple, l'*Eonia (Euro Over Night Index Average)* dans la Zone Euro
- Les **fonds « Obligataires »** pour un risque relativement maîtrisé en capital. Ils correspondent en général à du placement Moyen / Long Terme. La majorité de l'encours de ces fonds est investi en obligations. Le niveau de risque du fonds dépendra de l'évolution des taux d'intérêts mais également de la qualité des émetteurs des titres achetés par le fonds (cette qualité étant matérialisée par les notes données par les agences de notation telles que Fitch, S&P ou Moody's, souvent comparés à des modèles de notations internes des *Asset Managers*). Cela ira du « très faible risque » en achetant des titres d'états très bien notés (l'emblématique « AAA ») au « très risqué » en investissant sur des obligations d'états ou d'entreprises en difficultés financières dites *junk bonds* ou *high yield*.
- Les fonds « Actions » pour un risque plus important en capital. Ils correspondent en général à du placement Long Terme. Ils peuvent se spécialiser sur des catégories d'entreprises telles les grosses capitalisations, les « *small caps* », un secteur particulier, les entreprises familiales, ...
- Les fonds « Diversifiés » pour un risque mixte. Ils correspondent souvent à du placement Moyen / Long Terme. Ils peuvent mélanger les différentes classes d'actifs mentionnées ci-dessus. En règle générale, ces types de fonds sont composés de plusieurs poches (une poche actions, une poche taux, etc.) qui sont gérées de manière indépendantes les unes des autres, et le gérant principal effectue l'allocation entre ces différentes poches en fonction des performances de chacune et de la stratégie de gestion du fonds
- Les fonds « ISR » : Investissement Socialement Responsable. Le risque est souvent important car principalement investis en actions d'entreprises faisant preuve de qualités environnementales et sociétales avérées, parfois au détriment du potentiel de performance du titre Ce type de gestion est en plein essor.

Globalement ces fonds ont deux modes de gestion possibles :

- La **gestion active** qui consiste pour le gérant à choisir les titres qu'il achète de façon discrétionnaire et après analyse dans un large éventail de valeurs correspondant au profil de l'OPCVM. Le gérant peut utiliser des produits dérivés pour couvrir le risque de son portefeuille. La gestion active est fondée sur le principe qu'il est possible de « battre le marché »
- La **gestion passive** ou gestion indicielle qui consiste à répliquer le plus exactement possible un indice de référence. Cette gestion peut être totalement automatisée. Ce mode de gestion suppose que les marchés sont efficients.

En plus de ces deux modes de gestion, le gérant peut choisir d'adopter un style de gestion spécifique, en fonction de la classe d'actifs, de la stratégie du portefeuille et de l'espérance de gains souhaitée ; par exemple :

- *Growth* : investissement dans des titres dont la valeur est juste mais présentant un fort potentiel de croissance
- *Value* : investissement dans des titres dont la valeur paraît sous-évaluée et présente un potentiel de revalorisation
- *GARP (Growth At Reasonable Price)* : équilibre entre Value et Growth
- Indiciel : recherche à reproduire la composition d'un indice de référence, et donc sa performance et son niveau de risque / volatilité
- *Blend* : gestion indicielle avec une partie de risque décorrélée de l'indice
- *HTM (Hold To Maturity)* : investissement en titres de créances qui seront conservés en portefeuille jusqu'à leur maturité
- Etc.

En complément, dans la gestion traditionnelle il faut aussi mentionner les catégories de fonds spécialisés, souvent liés à des avantages fiscaux, tels les FCPE, FCPR, FCPI, OPCI.

- FCPE : Un Fonds Commun de Placement d'Entreprise est un OPCVM réservé aux salariés d'une entreprise ou d'un groupe d'entreprises et destiné à recevoir leur épargne salariale
- FCPR : Un Fonds Commun de Placement à Risques est un fonds dont l'actif est composé, pour 50% au moins, de valeurs mobilières non admises à la négociation sur un marché réglementé français ou étranger (entreprises non cotées) ou de parts de sociétés à responsabilité limitée.
- FCPI : Les Fonds Commun de Placement dans l'Innovation sont une sorte de FCPR dont l'actif doit être constitué à hauteur de 60% au moins de titres non cotés de PME françaises innovantes.

## Gestion alternative

La gestion alternative est née pour donner une « alternative » aux gestions classiques directionnelles qui suivent les marchés sur lesquels elles sont investies. De nombreux types de fonds se retrouvent sous cette appellation, tels que :

- Les **Fonds Garantis** avec un risque nul en capital. Ce sont des FCP dont le remboursement du capital est garanti à l'échéance et qui ensuite se comporte comme des fonds traditionnels tout en rapportant un peu moins.
- Les **Fonds à Formule**. Cette catégorie est récente dans son appellation. Elle correspond le plus souvent à des FCP dont le capital est partiellement garanti à l'échéance et dont la performance est définie dès leur création par des formules basées sur la performance d'indices ou de valeurs particulières.
- Les **Fonds de Fonds** qui sont investis en parts d'autres fonds. Cela permet de diffuser le risque sur plusieurs *Asset Managers*.
- Les **Hedge Funds** avec un fort risque en capital. Ces fonds ne sont pas ou peu réglementés et investissent principalement dans des actifs spéculatifs : produits dérivés complexes, vente à découvert, effets de levier... Ces fonds, risqués car très peu liquides, sont en général ouverts à des investisseurs avisés.
- Les **Newcits** qui sont des fonds créés dans une enveloppe *Ucits III*, c'est-à-dire dans un cadre réglementaire qui permet leur commercialisation au grand public, mais qui répliquent les stratégies de *Hedge Funds*, traditionnellement ouverts aux souscripteurs avisés. En effet, ces produits ouverts aux investisseurs *Retail* peuvent investir dans des produits dérivés en utilisant des effets de levier et des ventes à découvert, ce qui peut être antinomique par rapport aux exigences de transparence et de sécurité souhaitées par la directive *Ucits*.

---

Auteurs: Arnaud Lamour, Karim Ramdani et Arnaud Rioche, pour [Alfi](#), Consultancy Services, Asset Management & Financial Markets.

## Organisation d'un Asset Manager

---

### La chaîne Front-to-Back

La vocation première d'un *Asset Manager* est de gérer des fonds. La colonne vertébrale de son organisation se compose donc des métiers liés à la gestion : les *Front, Middle* et *Back Offices*.

#### Front Office

Le cœur du métier d'un *Asset Manager* est la gestion « pure » de fonds : métier fait par les gérants.

Chaque gérant, spécialisé par classe d'actifs, par stratégie de gestion, et parfois par zone géographique, a le plus souvent plusieurs portefeuilles à gérer. Il décide des ordres à passer pour constituer et faire vivre ses portefeuilles tout en respectant les contraintes réglementaires, le processus de gestion et les contraintes éventuelles fixées par le client dans le cadre d'un fonds dédié ou d'un mandat. Pour cela il peut, voire doit, s'appuyer sur des études des analystes financiers, économiques ou extra-financiers dans le cadre de l'ISR, et sur les orientations fixées par le comité de gestion.

Pour exécuter les ordres chez les [Brokers](#) ou sur les marchés, le gérant passe le plus souvent par les négociateurs réunis au sein de tables de négociations

Les Gérants, la table de Négociation et les Analystes constituent le *Front Office*.

L'évolution récente va vers la filialisation des tables de négociation.

#### Middle Office

Dans la chaîne de traitement d'un ordre, une fois exécuté il devient une opération et c'est le *Middle Office* qui se charge de son bon dénouement, à savoir le [Règlement-Livraison](#). Il valide ensuite cette opération pour prise en compte par le valorisateur dans la comptabilité du portefeuille.

Au quotidien, le *Middle Office* effectue également le suivi des positions et le traitement des [OST](#) simples (détachement de coupons, paiement de dividendes) comme conditionnelles (*split*, attributions gratuites, ...). Il suit aussi les souscriptions/rachats, de façon à informer le gérant des mouvements de passif, afin que ce dernier investisse le *cash* et

mouvementer l'actif en proportion. Tout cela l'amène à suivre la trésorerie du jour et la trésorerie prévisionnelle des fonds. Il peut d'ailleurs être amené à gérer cette trésorerie, le plus souvent sur les fonds monétaires de la société ou en instruments simples tels que des [TCN](#) (Titres de Créances Négociables) ou des billets de trésorerie.

Le *Middle Office* effectue enfin le rapprochement des positions *Front* et *Back* des portefeuilles ainsi que le rapprochement des opérations vis-à-vis des *Brokers*, le contrôle des valeurs liquidatives, le suivi des ratios et le contrôle du respect des contraintes de gestion.

## Back Office (comptable)

Dès qu'une opération a été validée par le *Middle Office*, elle est transférée au *Back Office* pour être prise en compte dans la comptabilité du portefeuille.

Le *Back Office* effectue lui aussi un rapprochement des positions des fonds mais cette fois vis-à-vis des [Dépositaires](#) (société chez qui les titres et le *cash* sont déposés).

Surtout, le *Back Office* valorise quotidiennement (ou plutôt selon la fréquence de valorisation prévue lors de la création du fonds) tous les portefeuilles. Cette valorisation donne pour chaque fonds une « [Valeur Liquidative](#) (VL) » qui selon les frais appliqués permet de connaître :

- La VL nette de souscription : montant qu'un client paie s'il achète une part du fonds.
- La VL nette de rachat : montant qu'un client touche s'il vend une part du fonds.

La VL correspond à la division de l'actif net du fonds par le nombre de parts souscrites, majorée des frais de gestion.

Pour la majorité des *Asset Managers*, le *Back Office* est externalisé et sous-traité à un valorisateur externe, bien que la responsabilité finale de qualité de la valeur liquidative incombe à la société de gestion.

## Gestion des risques et de la conformité réglementaire et légale

Les organes de contrôle de risques, de validation de la conformité juridique et réglementaire et de contrôle permanent sont maintenant un acteur majeur au sein des sociétés de gestion, bien souvent directement rattachés à la Direction Générale. En effet, ils ont à la fois un rôle régalien (fixer la politique de risques, autoriser le recours à une contrepartie ou l'utilisation d'un instrument financier...) et un rôle de support et de contrôle.

### Risques

Les Directions des Risques émettent les politiques et contrôlent leurs exécutions pour les typologies de risques suivantes :

- **Risques de marché** : il s'agit du risque de perte pouvant résulter d'une évolution négative du prix des titres ou instruments financiers composant un portefeuille. Le risque de marché est quantifié par la mesure de la volatilité, matérialisant l'importance des fluctuations possibles d'un prix. Les deux indicateurs utilisés par les Directions des Risques et suivis par le *Front-Office* et la Direction Générale sont la [VaR](#) (*Value At Risk*) et la *TE* (*Tracking Error*). La *VaR* calcule le montant de perte maximum qu'un portefeuille peut connaître sur une période donnée, avec un intervalle de confiance (ou probabilité d'occurrence) donnés. La *TE* représente l'écart-type d'une série des différences entre les performances d'un portefeuille et celles de son indice de référence.
- **Risque de crédit/ contrepartie** : il s'agit du risque qu'un emprunteur ne puisse pas rembourser sa dette à échéance. Afin de piloter ce type de risques, les Directions des Risques analysent les notations des émetteurs et définissent régulièrement une liste des contreparties avec lesquelles il est autorisé de traiter. Par ailleurs, afin de se prémunir d'un éventuel défaut d'une contrepartie, les *Asset Managers* couvrent leurs opérations, notamment par le biais de lignes de [collatéral](#) (en titres ou en *cash*) ou par le recours aux [produits dérivés](#).
- **Risque de liquidité** : il s'agit du risque de ne pas pouvoir se refinancer, soit par manque d'acheteurs pour un titre donné en position vendeuse, soit par manque de *cash* sur le marché monétaire. Chez un *Asset Manager*, le risque de liquidité est suivi à deux niveaux : l'actif et le passif des fonds. Au niveau de l'actif, il s'agit de s'assurer que les titres ou instruments financiers en portefeuilles pourraient être vendus à tout moment et à un prix raisonnable. Du côté du passif, il s'agit de s'assurer de la bonne répartition des parts entre les porteurs, afin de se prémunir d'un risque de rachat massif, qui nécessiterait de vendre une grande quantité de l'actif net dans une courte période et pourrait engendrer une perte.
- **Risques opérationnels** : il s'agit du risque de perte financière liée à des événements non financiers. Les Directions des Risques mesurent le risque de défaillance des procédures (problème de contrôle, procédure incomplète...), des processus (inefficience), du personnel (malveillance, fraude, erreur), des systèmes d'information (panne, erreur

de contrôle automatisé...) et de l'environnement externe (catastrophe, accident...). Ce suivi a été renforcé et systématisé avec la réglementation [Bâle II](#), et devrait encore être renforcé avec [Bâle III](#). Le corollaire sera le Plan de Continuité d'Activité (PCA) en cas d'incident opérationnel avéré.

## Conformité et Contrôle Interne

Ces entités s'assurent du respect de la réglementation en vigueur pour la société de gestion et pour les fonds dans les pays dans lesquels ils sont enregistrés.

Les déontologues s'assurent du respect des règles de déontologie professionnelle et de l'absence de conflits d'intérêts au sein de l'organisation. Ils ont par ailleurs mandat pour exécuter les processus de lutte anti-blanchiment, de lutte contre le financement du terrorisme, de respect des embargos économiques ou surveillance de comptes en banques et prévention des délits d'initiés. Afin de respecter la réglementation européenne [MIFID](#), ils s'assurent également du bon fonctionnement du processus de diligence clients (*KYC : Know Your Customer*).

Le contrôle interne assure la surveillance permanente des processus de la société et veille à ce qu'aucune défaillance sérieuse de puisse avoir lieu. Dans les faits, le contrôle interne assure l'exécution de deux processus majeurs :

- Le contrôle permanent qui représente la somme des contrôles réalisés par les opérationnels (principalement *Middle* et *Back Office*), sous le patronage du contrôle interne
- Le contrôle inopiné, directement réalisé par les équipes du contrôle interne, afin de s'assurer sur une activité donnée de l'absence de risques à un instant donné

Ces deux fonctions sont rendues indispensables par la réglementation régissant les activités bancaires et financières, notamment les directives de Bâle (II et III), [Solvency II](#), et *Sarbanes Oxley (SOX)*.

Par ailleurs, *SOX* ayant fourni un cadre standard aux processus de contrôle interne, cette fonction a été normalisée au niveau international, sous le nom de *SAS70 (Statement on Auditing Standard #70)*. Gage de bon fonctionnement des procédures de contrôle au sein des établissements financiers, cette certification est maintenant un prérequis pour répondre aux appels d'offres des grands institutionnels internationaux. Ceci est venu renforcer l'importance des contrôleurs internes au sein des sociétés de gestion. Aujourd'hui, la quasi-totalité des *Asset Managers* français sont certifiés *SAS70*. Cette certification est soumise annuellement à l'approbation du Commissaire aux Comptes.

## Juridique

Les Directions Juridiques ont un rôle extrêmement important à jouer dans les sociétés de gestion. En effet, outre leur rôle de pilotage du respect de la loi applicable aux activités bancaires et financières, elles jouent souvent en rôle de conseil en amont de la création, modification ou dissolution des fonds, ou de l'utilisation d'un instrument financier, que ce soit sur les [marchés réglementés](#) ou de [gré-à-gré](#). Les Directions Juridiques regroupent généralement trois grandes disciplines :

- **Vie légale des Produits** : les Juristes produits s'assurent du bon respect des règles légales dans le cadre de la création, de la modification ou de la dissolution d'un [OPCVM](#). Ils sont en général l'interlocuteur des [autorités de tutelle](#) (l'Autorité des Marchés Financiers ou AMF en France) pour l'enregistrement d'un fonds et sa mise en distribution. En relation avec les équipes d'Ingénierie Produits, de *Front-Office*, de *Middle-Office* et des Risques, ils participent (voire pilotent) les projets liés à la vie des OPCVM et sont garant de l'ensemble de la documentation juridique inhérente aux produits de gestion d'actifs (notice des fonds, prospectus, *Key Information Document* ou *KID*, etc.)
- **Vie légale des opérations de marché** : les Juristes Opérations de Marché interviennent dans la formalisation de l'ensemble des conventions nécessaires au traitement des opérations sur les marchés réglementés ou OTC (*Over The Counter*, de gré-à-gré). A ce titre, ils pilotent les négociations avec les contreparties et s'assurent de la conformité des conventions de marché avec les normes en vigueur (*ISDA* à l'international : *International Swap & Derivatives Association*). Enfin, ils interviennent souvent en amont, plutôt dans un rôle de conseil, dans le cadre de la structuration de produits ou de montages financiers complexes.
- **Vie légale des entités juridiques** : les Juristes Corporate sont responsables de l'animation de la vie sociale et institutionnelle des entités juridiques, à savoir la société de gestion elle-même, ainsi que les fonds (SICAV et FCP ont une nature juridique propre). A ce titre, ils organisent, préparent et animent les Assemblées Générales et Conseils d'Administration, gèrent les aspects contractuels des sociétés, assure la gestion des litiges et pilotent les éventuelles opérations de haut de bilan.

## Business Development

Le propre du *Business Development* est de planifier, piloter et exécuter la commercialisation et la distribution des fonds

auprès des clientèles institutionnelles (relations B2B) et des distributeurs (relations B2B2C). Cette Direction à part entière couvre généralement quatre grandes fonctions :

- **Ingénierie et Marketing Produits** : les Ingénieurs Produits sont responsables de l'offre d'un *Asset Manager*. A ce titre, ce sont eux qui définissent les produits en étroite collaboration avec la Gestion, les Risques et les Juristes Produits. Leur analyse marketing du marché leur permet d'anticiper l'attrait des investisseurs pour telle classe d'actifs, tel style de gestion ou tel type de produits. Ils participent également avec la Direction Financière au *pricing* de ces offres (montant de frais de gestion optimal et *breakeven* sur un OPCVM donné). De manière collégiale, en incluant les Vendeurs, l'IP pilote et anime en général le Comité Produits de la société de gestion.
- **Reporting, Calcul & Attribution de Performance** : cette activité revêt un intérêt stratégique particulier pour les sociétés de gestion. En effet, la performance et le reporting sont les deux sujets majeurs sur lesquels les clients noteront leur société de gestion. Sur la base des données envoyées par le Valorisateur, ce service calcule la performance des OPCVM, c'est-à-dire le pourcentage d'évolution de la valeur liquidative majorée des frais entre deux dates données. Pour certaines classes d'actifs, une analyse complémentaire est nécessaire pour expliquer la performance, afin d'identifier les lignes (titres ou instruments) qui ont été moteurs de surperformance et au contraire, celles qui ont entraîné des pertes : c'est l'attribution de performance. La dernière étape de ce processus est de diffuser les données de performances, ainsi que les commentaires de gestion, données comptables, etc. au client, sur une base périodique définie dans le prospectus ou le mandat : c'est le reporting client.
- **Ventes et Service Clients** : les *Sales* (ou Vendeurs) pilotent les relations commerciales entre la société de gestion et ses clients. Ils sont généralement organisés par typologie de clients : *FIG (Financial Institution Group)* qui regroupe toutes les institutions financières investissant pour leur compte propre (B2B) ou en tant que distributeurs d'OPCVM (B2B2C ou *Wholesale*), *Corporates* regroupant tous les autres grands institutionnels, parfois découpés par secteur d'activité (*Oil & Gas, Retail, Telco...*), *Small & Mid Caps* pour les plus petits institutionnels, *Sovereigns & Supranationals* pour les clients gouvernementaux ou supranationaux et *Charity* pour les organisations à but non lucratif et les associations. Chaque Vendeur anime un portefeuille de clients et est objectif sur la collecte que son portefeuille générera. Le Service Clients assure souvent le *back-office* commercial (gestion des réclamations, validation des souscriptions/rachats, reconstitution du passif...)
- **Planification stratégique et veille concurrentielle** : le *Strategic Planning* ou « *Analytics* » assure la veille de la concurrence au travers des données fournies par les *Data Providers* spécialisés (EuroPerformance, Lipper, MorningStar) afin de positionner la société et ses produits par rapport à la concurrence, en termes d'encours gérés et distribués, de collecte et de performances. A partir de ces données et conjointement avec la Direction Générale, les *Sales* et le Marketing, il prépare et suit chaque année le plan commercial, fournissant les objectifs de collecte de la société de gestion pour l'année, par classe d'actifs, type de client... Enfin, le *Strategic Planning* agit souvent dans un rôle de *sponsoring* ou de direction de Projets pour les sujets ayant un fort impact sur les métiers et/ou les clients (ex : le CRM, les processus commerciaux, le reporting interne, le pilotage du budget et du plan stratégique, etc.)

## Autres Directions de pilotage ou de support

### Systèmes d'information (IT) et l'Organisation

Ces services sont devenus prépondérants chez les *Asset Managers* et intéressent tout particulièrement les sociétés comme ALFI qui sont des partenaires privilégiés.

Ce sujet est développé dans le chapitre suivant de ce dossier.

### Direction Financière (incluant Comptabilité)

Les Directions Financières des sociétés de gestion couvrent essentiellement deux fonctions : la comptabilité et le contrôle de gestion.

Les comptables gèrent la comptabilité de la société de gestion, celle des fonds étant assurée par le Valorisateur (*Back-Office*). Cela couvre en général la comptabilité clients (*Account Receivable*), la comptabilité fournisseurs (*Account Payable*), la gestion des arrêtés comptables et des reports à nouveaux et les déclarations légales et fiscales.

Le contrôle de gestion est quant à lui, souvent un interlocuteur transverse, interagissant avec l'ensemble de la société de gestion. En effet, il est le principal fournisseur de données chiffrées de l'entreprise. Il pilote la définition et le suivi du budget, analyse les résultats et la rentabilité des produits, des clients et de la société de gestion, établit la comptabilité analytique de la société et pilote la tarification des produits. Enfin, il joue un rôle essentiel dans le pilotage du *business*, en aidant souvent le *Strategic Planning* à expliquer la collecte et les encours, en splittant par exemple la collecte en effet volume (les ventes), effet prix (le marché) et effet change (les devises), fournissant ainsi les clefs pour mieux comprendre l'origine des évolutions d'encours.

## Moyens Généraux

## Ressources Humaines

## Remarques

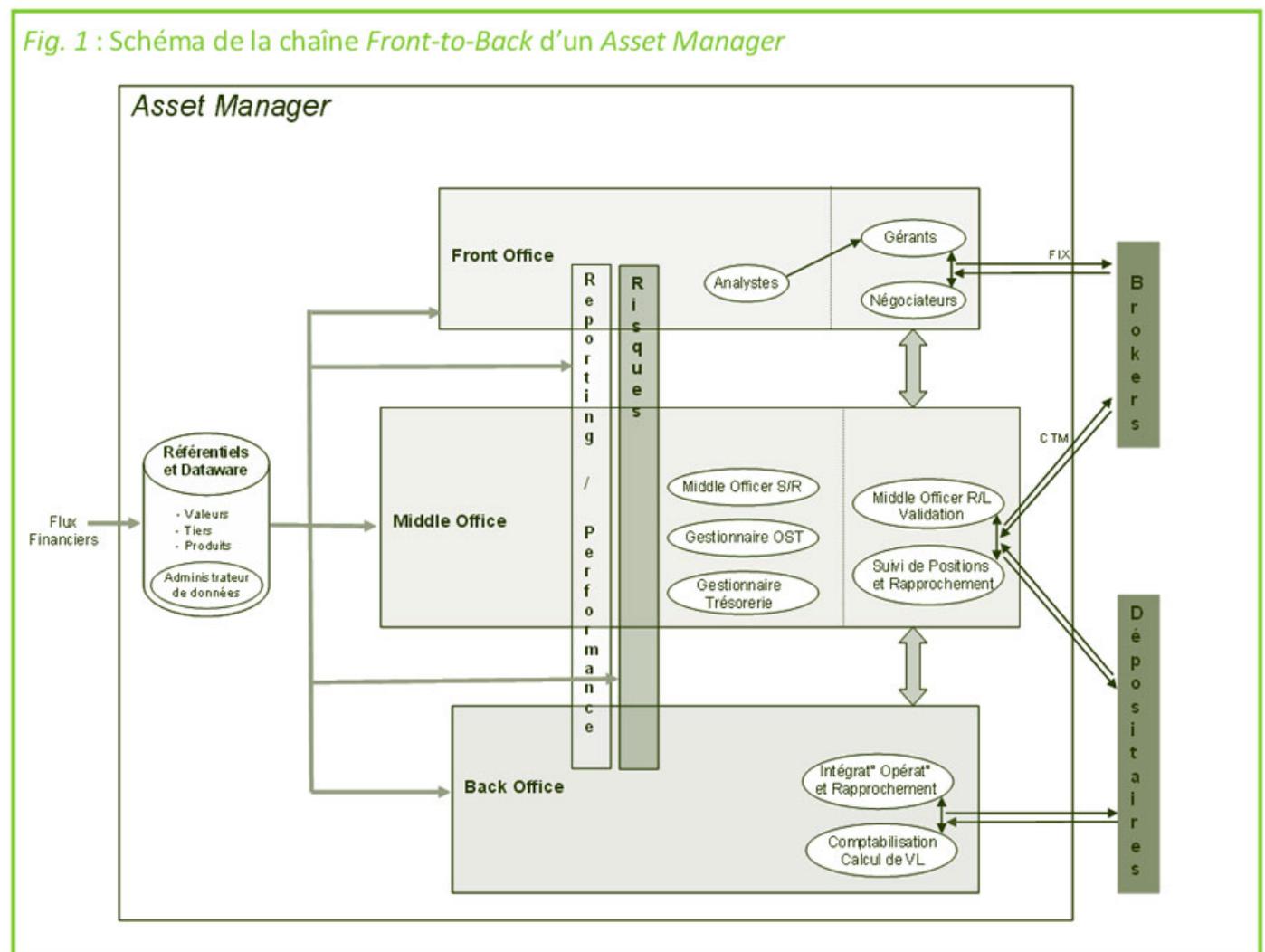
La tendance des *Asset Managers* est au recentrage sur leur métier de base, ou leur *core-business* : la gestion pure (*Front Office*). Certains réfléchissent à - voire ont déjà mené à bien - l'externalisation d'un maximum d'autres métiers ou de processus *non-core*.

Le premier service à avoir été externalisé par les grands *Asset Managers* a été le *Back Office* donnant naissance à des gros Valorisateurs externes. (Exemples : SGSS - CACEIS - BPSS - StateStreet...). De nombreux *Asset Managers* de taille plus modeste en ont depuis profité pour se séparer de leur *Back Office*, repris par ces gros Valorisateurs qui au fil du temps sont devenus énormes et multi clients.

Depuis quelques temps des externalisations de *Middle-Offices* ainsi que des processus de Reporting / Performance se font jour également, les Valorisateurs externes amenant de la valeur ajoutée en offrant ces services.

La massification des sujets réglementaires joue un rôle important dans ce phénomène d'externalisation.

En effet, les mises en conformité nécessite souvent des projets coûteux et les sociétés de gestion trouvent souvent moins coûteux d'externaliser ces processus aux Valorisateurs, qui réaliseront des économies d'échelles, que de mettre en place des évolutions de leurs SI propres.



## Les systèmes d'information dans l'Asset Management

---

**L**es systèmes d'informations sont un enjeu majeur dans le métier de l'*Asset Management* comme dans l'ensemble des métiers de la finance. Généralement, le budget incombant à l'Informatique et aux Flux Financiers représente le deuxième poste budgétaire de ces sociétés après les salaires.

### Pourquoi une telle importance ?

#### Course à la taille critique

Comme dans tous les secteurs, la course à la taille critique est forte dans l'*Asset Management*. C'est le cas depuis des années mais la dernière crise financière a encore accéléré le processus. Le plus gros acteur français, Amundi Asset Management, a ainsi été créée début 2009 par le rapprochement de Crédit Agricole Asset Management et de Société Générale Asset Management. BNP Paribas Investment Partners s'est quant à lui renforcé en reprenant Fortis Investment Managers.

De fait, la volumétrie des opérations à traiter devient de plus en plus importante : plusieurs millions d'opérations par an chez un gros *Asset Manager*.

L'automatisation maximum de ces traitements est devenue impérative. Tout ce qui peut être automatisé doit l'être et l'informatique est le seul moyen.

#### Maîtrise et suivi des risques

Avoir des équipes qualifiées capables de gérer des portefeuilles avec de bonnes performances c'est bien. Ne pas gâcher ces résultats par une ou des erreurs voire des malveillances, c'est encore mieux ! Cela implique la mise en place de systèmes de suivi et de contrôles des risques. En termes informatiques, il faut limiter l'intervention humaine en automatisant le maximum de tâches, suivre le « qui fait quoi » (avoir une piste d'audit) dans les systèmes et savoir à tout moment quels sont les risques financiers encourus et comment ils évolueraient en fonction de l'évolution plus ou moins brutale des marchés.

#### Rapidité des marchés financiers

Dans les dernières années, un besoin de traitement de plus en plus rapide des opérations est apparu. Trois jours pour dénouer une opération n'est plus acceptable, là aussi pour une question de risques. D'ici peu toute opération devra être réglée et livrée à J+1 voire au jour J de son exécution. Sachant que ce dénouement implique toute la chaîne *Front, Middle* et *Back Office* de l'*Asset Manager* mais aussi le *Broker*, le Dépositaire et le Valorisateur, on imagine aisément le rôle primordial de l'automatisation d'un maximum de tâches (enrichissements d'informations, flux, rapprochements).

#### Nouveaux produits

De nouveaux produits nécessitant de nombreuses opérations simultanées et liées tels les fonds indiciels et les *Trackers* (*ETF : Exchange-Traded Funds*), les fonds d'arbitrage (vente et achat simultanés), et bien d'autres ont rendu obligatoire la mise en place

d'automates de traitement des opérations. Ces nouveaux types de fonds n'ont pu voir le jour que grâce aux évolutions technologiques optimisation des systèmes d'information.

#### Projets structurants

Concrètement, les *Asset Managers* se sont lancés dans plusieurs énormes chantiers informatiques pour répondre aux besoins énoncés ci-dessus. La plupart de ces chantiers sont toujours en cours même s'ils sont plutôt au stade de maintenance évolutive que de développement. Leur réussite nécessite une très forte implication des métiers concernés et souvent des réorganisations, ce qui explique que les Systèmes d'Informations soient très liés aux services Organisation et Conduite du Changement. Le succès de ces projets n'est possible que par une forte volonté de la Direction, la présence des moyens financiers et la mise en place d'équipes soudées comprenant :

- Des **utilisateurs** finaux qui expriment leur besoins

- Une **maîtrise d'ouvrage** (MOA) qui rationalise, synthétise et reformule ces besoins à travers un cahier des charges compréhensible par un service informatique interne ou par un fournisseur externe. Cette maîtrise d'ouvrage est également garante de la conformité du produit fini par rapport aux besoins utilisateurs (phase de recette).
- Une **maîtrise d'œuvre** (MOE) interne ou des fournisseurs informatiques capables de comprendre les besoins exprimés par la maîtrise d'ouvrage et de réaliser dans les meilleurs délais et avec les solutions techniques les plus adaptées (rapidité de développement, facilité et coût de maintenance, ...) les outils spécifiés.
- Un service **Organisation et/ou Conduite du Changement** capable d'évaluer l'impact des nouveaux systèmes sur les métiers concernés. Capable de prévoir les suppressions, évolutions, reconversions, création de postes nécessaires et de communiquer au mieux pour que tout cela soit fait au court de la vie du projet. La nouvelle organisation doit être prête lors de la livraison finale du projet.

Certains grands projets structurants sont détaillés ci-dessous.

## Référentiels

Dans tout projet, de quelque importance qu'il soit, un SI ne pourra fonctionner que s'il a de bonnes données en entrée. Ces données sont stockées dans des Référentiels. La qualité d'un référentiel tient à la qualité de ses données (sources, fréquence de mise à jour, ...) mais aussi à sa facilité d'interrogation et à son évolutivité.

- **Référentiel Valeurs** : contient toutes les Titres et Contrats négociables par les gérants dans les systèmes. Dans la théorie aucun produit financier ne peut être négocié par un *Asset Manager* s'il n'existe pas dans son Référentiel Valeurs. Un gros *Asset Manager* aura un Référentiel contenant plus de 5000 Titres et largement autant de contrats. Pour chaque Titre, le nombre d'informations le caractérisant est très important. Il y a des données statiques (qui restent identiques durant toute la vie du Titre) et les données dynamiques (qui évoluent quotidiennement). Ces informations sont alimentées automatiquement chaque jour (voire plusieurs fois par jour voire en temps réel) par des flux d'information provenant des sociétés Thomson Reuters, Bloomberg, SIX Telekurs et autres.
- **Référentiel Tiers** : contient les caractéristiques de tous les Tiers avec qui l'*Asset Manager* est amené à être en relations côté opérations (*Brokers*, *Dépositaires*)
- **Référentiel Produits** : dernier né des référentiels, il regroupe toutes les caractéristiques des fonds de l'*Asset Managers*. Sa vocation est plus juridique, commerciale, marketing et statistique.

Remarque : Parler d'un Référentiel Valeurs est utopique, il y en a souvent plusieurs pour ne pas dire un par application. La question d'avoir un Référentiel Maître alimentant des référentiels esclaves plutôt que d'avoir des référentiels alimentés en parallèle et ensuite simplement rapprochés a régulièrement soulevée par la plupart des *Asset Managers*. Bien que plus fiable cette solution n'a été retenue que par très peu d'*Asset Managers* car très longue, coûteuse et lourde à mettre en place.

## Straight-through processing (STP) et EAI

Le *STP* est certainement le plus gros projet informatique d'un *Asset Manager*. Il est de plus toujours en évolution car il doit intégrer les nouveaux instruments, être encore plus rapide, avec encore plus de contrôles ...

Depuis des années, des outils *Front Office*, *Middle Office* et de Valorisation existent et sont plus ou moins (mais plutôt moins) automatiquement interfacés. Le *STP* consiste à automatiser le maximum, voire l'ensemble, de la chaîne de traitement des opérations du passage des ordres par les gérants à leur comptabilisation dans les portefeuilles associés. Le *STP* « interne » interface les outils *Front*, *Middle* et *Back* de l'*Asset Manager*. Le *STP* « externe » automatise également les échanges avec les intervenants externes *Brokers* et *Dépositaires* voire *Valorisateur* si celui-ci est externe. L'intervention humaine doit être réduite à son strict minimum. Dans la théorie une seule saisie est faite et ensuite seuls quelques rajouts et validations manuels sont nécessaires tout le reste étant automatique.

Cette automatisation n'est rendue possible dans de bonnes conditions qu'en s'appuyant sur un *EAI* puissant gérant toutes ces interfaces. Les *EAI* (*Enterprise Applications Integration*) sont des outils spécialement conçus pour interfacier des applications, en temps réel ou en *Batch*, tout en pouvant enrichir, transcoder, transformer, ... les données échangées.

Les outils suivants doivent être totalement interfacés entre eux et avec les référentiels pour avoir du « *Full STP* ».

## Outils Front Office

### OMS (Orders Management System)

- Passage d'ordres du gérant vers la table de négociation avec possibilité à tout moment de suivre l'état de l'ordre (en attente, exécuté partiellement, totalement exécuté). Génération d'ordres automatiques pour les portefeuilles

indiciels, du rebalancement d'indice, des *trackers*, ...

- Envoi des ordres vers les *Brokers* et réception des exécutions. Des protocoles de passage et de réponse d'ordres électroniques sont de plus en plus utilisés. Ils sont souvent spécialisés sur des types de produits et des zones géographiques (*FIX* pour les actions voire obligations hors Asie, ...).

Ce passage d'ordres électronique permet en plus de sa rapidité une première sécurité : être sûr que les caractéristiques de l'ordre sont bien les mêmes chez l'*Asset Manager* et chez son *Broker* (plus de risques d'un achat interprété comme une vente).

## Serveur de contraintes

- Avant tout passage d'ordre, les contraintes réglementaires et les contraintes de gestion doivent être vérifiées. Ces contraintes Pré-Trade doivent théoriquement être bloquantes et empêcher tout passage d'ordre les enfreignant.
- Des exemples de contraintes sont : types d'instruments interdits, encours par type d'instrument à ne pas dépasser, ...

Un serveur de contraintes doit finalement savoir gérer en temps réel plusieurs milliers de contraintes pour un gros *Asset Manager*.

## Outils Middle Office

### PMS (Portfolios Management System)

- Règlement Livraison des opérations. Cette fonction n'est pas réellement couverte jusqu'à son terme par le *Middle Office*, il ne fait que la préparer en enrichissant les opérations de toutes les instructions de R/L nécessaires. Cet enrichissement et l'envoi de ces informations aux *Brokers* et Dépositaires doivent être automatiques ne nécessitant au maximum qu'une validation des personnes du *Middle Office*.
- Suivi des Positions. La tenue des positions de tous les portefeuilles est automatique avec prise en charge des nouvelles opérations mais aussi automatisation maximum du traitement des OST et du calcul de la Trésorerie Prévisionnelle.

### Réconciliation

- Rapprochement des opérations et des positions. Le rapprochement des caractéristiques complètes (Instructions de R/L et frais compris) des opérations doit être fait entre les *Middle Offices* de l'*Asset Manager* et du *Broker*. Des outils automatiques (Global Oasys, Alert, CTM) existent et doivent être interfacés dans les systèmes. Un rapprochement en interne doit aussi être fait entre le *Middle* et le *Back Office* mais cette fois le plus souvent uniquement sur les positions.

## Outils Back Office : valorisation

La vocation première voire unique d'un outil *Back Office* est la Valorisation de chaque portefeuille. Pour cela, lui aussi doit être capable d'impacter les portefeuilles des OST, de connaître les S/R et de calculer la trésorerie prévisionnelle, ces données étant rarement transmises par l'outil *Middle Office*. Une fois cela maîtrisé il faut surtout que l'outil *Back Office* soit capable de valoriser chaque ligne de chaque portefeuille.

## Les risques

### Risques opérationnels

A tout seigneur tout honneur, parlons du *BCP* (*Business Continuity Plan*) ou plan de continuité ou plan de secours. Il a été très en vogue avant les passages à l'an 2000 et à l'euro. Il a consisté à répliquer en plus petit l'intégralité du système d'information de la société pour permettre une « continuité » de l'activité en cas de catastrophe majeure. Aujourd'hui pratiquement tous les *Asset Managers* ont leur plan de continuité et il n'y a plus trop de travail autour de ce sujet.

D'autres risques opérationnels doivent être suivis pour être en conformité avec telle ou telle réglementation. Citons par exemple *Sarbanes-Oxley* ou Bâle II / III. Des progiciels existent mais les développements internes sont encore fréquents sur ces sujets.

### Risques de marché

Savoir comment évoluerait son portefeuille en cas de décalage des marchés est depuis longtemps un souci des *Asset*

*Managers*. Des progiciels spécialisés existent, ils doivent être interfacés avec les *PMS* ou les outils de Valorisations pour avoir tout leur sens.

## Reporting, mesure de performance et Datawarehouse

Véritable vitrine des portefeuilles d'un *Asset Manager*, le service Reporting a dû se doter de systèmes informatiques souvent assez lourds pour répondre en temps et en heure à la production de tous les documents qui lui sont demandés. Le Reporting doit, pour chaque fonds, créer des documents présentant ses performances sur des périodes de temps variables, les comparer à son indice, éventuellement les comparer à celles d'autres fonds. Il doit également pouvoir donner la performance répartie par poche d'actifs, secteurs d'activités et ce selon la finesse d'information attendue par le client.

De plus la fréquence de publication de ces documents est le plus souvent quotidienne.

Tout cela ne peut se faire qu'avec un système performant ayant déjà en partie retraité les données des portefeuilles et de leurs benchmarks. La création d'un *Datawarehouse* a souvent été la solution, lié à des alimentations automatiques incluant les calculs de performances.

## Les progiciels spécialisés

Un des impératifs des progiciels spécialisés dans l'*Asset Management* est d'être capable de traiter l'ensemble des titres ou instruments pouvant entrer dans la composition d'un portefeuille. Le périmètre de produits financiers à traiter est donc très vaste. Le revers de la médaille est qu'ils ne peuvent être aussi pointus sur le traitement d'un produit précis qu'un progiciel qui serait dédié à ce produit.

Les progiciels peuvent globalement se regrouper selon leur couverture métier (aucun n'étant un *Front To Back* intégré).

Voici quelques exemples :

- Sentinel de la suite LatentZero (société Fidessa) : Serveur de Contraintes
- Sophis : *Front Office* / Passage d'ordres et tenues position + Risques
- ThinkFolio : *Front Office* / Passage d'ordres et tenues position:
- Minerva de la suite LatentZero (société Fidessa) : *Front Office* / Passage d'ordres
- OMS+PMS de Décalog (Société Sungard) : *Front* et *Middle Office*
- GP3 (société Sungard) : *Back Office*
- RiskMetrics : Risques de Marchés
- Bi-sam : Reporting
- WebSphere (société IBM) : EAI
- Apollo : Tenue de positions
- Algorhythmics : Risk et gestion du collatéral
- 4Sight : *Front* / *Middle* Cessions Temporaires (prêt/emprunt, Repo)
- GlobalOne : *Front* / *Middle* Cessions Temporaires (prêt/emprunt, Repo)
- Murex : *Front-Office*
- Calypso : *Front-Office*
- Charles River CRD : *Front Office* / Passage d'ordres
- Lombard : Gestion du collatéral
- Etc.

---

Auteurs: Arnaud Lamour, Karim Ramdani et Arnaud Rioche, pour [Alfi](#), Consultancy Services, Asset Management & Financial Markets.

## Le Fund Processing Passport

---

Le **Projet FPP (Fund Processing Passport)** de l' **EFAMA** s'inscrit dans les actions visant à améliorer les **circuits de distribution et de traitement des OPCVM** en Europe.

### Fund Processing Passport – Présentation

Le Fund Processing Passeport (FPP) est une initiative conduite au plan européen par l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) en concertation avec l'industrie européenne de la gestion financière, qui a pour objectif

de faciliter la distribution des fonds d'investissement et de réduire les coûts de traitements des transactions

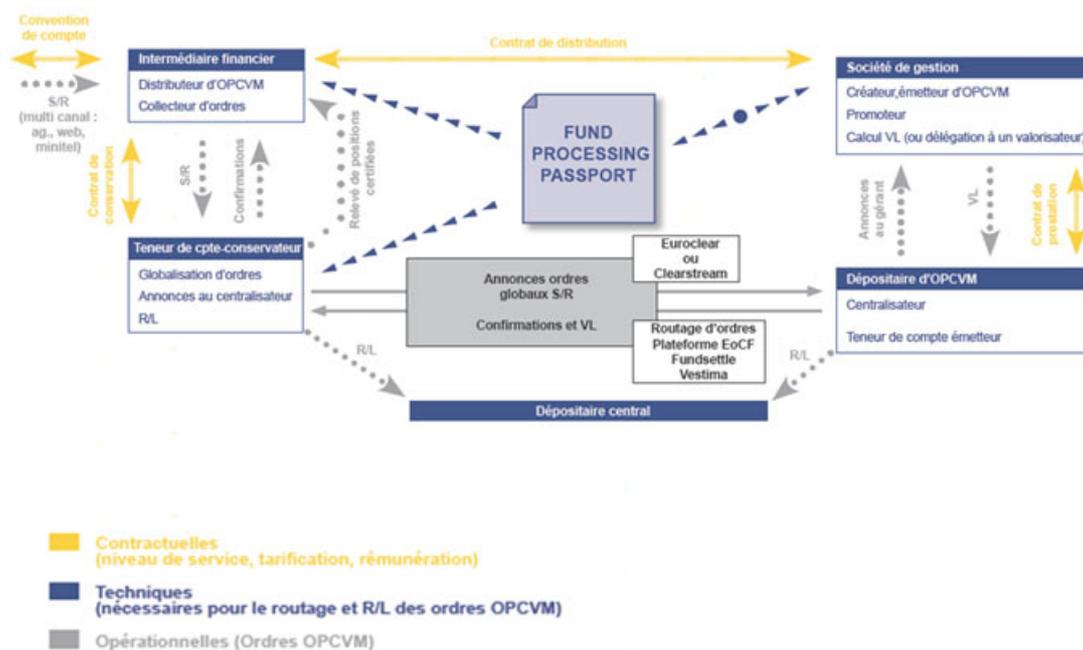
- C'est un document qui met à disposition de l'ensemble des acteurs : distributeurs, centralisateurs/TA, dépositaire,
- Les informations opérationnelles nécessaires et suffisantes pour le routage et le règlement-livraison des ordres OPCVM,
- Sous la forme d'un document unique comportant 105 champs normalisés (Cf. les caractéristiques du FPP)

Le FPP est à mettre en œuvre par chaque société de gestion en fonction de sa stratégie commerciale propre.

L'EFAMA recommande un accès centralisé au niveau de chaque pays de l'EEE :

- Des solutions pour diffuser les FPPs établis par les sociétés de gestion se mettent en place en France ([AFG](#), portail internet), en Allemagne (WM Datenservice, base centralisée), en Italie (Assogestioni), au Luxembourg (CCLux, KNEIP, bases centralisées) et au Royaume-Uni (IMA), ...

Illustration dans le schéma actuel de distribution et de traitement des OPCVM:



## Fund Processing Passport – Enjeux

La mise en œuvre du FPP va profiter à l'ensemble des acteurs de la chaîne de distribution et de traitement des transactions OPCVM et plus particulièrement :

- Aux **sociétés de gestion** qui ont intérêt pour étendre la distribution de leurs fonds, à diffuser le plus largement possible les informations facilitant leur souscription et leur traitement.
  - Le FPP, (données normalisées, diffusion par internet) est un moyen simple de mettre à disposition d'un grand nombre de distributeurs et de souscripteurs, les informations opérationnelles dont ils ont besoin.
  - Tout en leur permettant de maîtriser leurs coûts de distribution :
    - En multipliant les acteurs, la distribution de fond en architecture ouverte et notamment transfrontalière requiert des moyens et des effectifs conséquents au service de l'information des distributeurs potentiels.
    - En mettant à disposition de ceux-ci, les informations opérationnelles préalables dont ils ont besoin, le FPP permet d'offrir un meilleur service et de maîtriser les coûts de distribution (effectifs et moyens de la relation distributeur)
- Aux **distributeurs** qui devraient marquer leur intérêt pour les fonds des sociétés de gestion qui mettront en place des FPPs :
  - Leur facilitant l'accès à l'information opérationnelle dont ils ont besoin pour traiter les transactions
  - leur permettant ainsi d'obtenir :
    - Une meilleure efficacité opérationnelle, en accélérant le traitement des fonds et notamment en facilitant leur automatisation

- Une meilleure maîtrise de leurs risques opérationnels, en réduisant au minimum les retards et les erreurs dans le traitement des transactions et les régularisations a posteriori
- Et par conséquent, une diminution des coûts de traitement des transactions

## Fund Processing Passport – Caractéristiques

Le FPP est un document technique comportant 105 champs normalisés (FPP Version 2.0) détaillant les informations techniques nécessaires à la souscription/rachat des parts d'OPCVM.

Le FPP donne pour un code ISIN donné et pour une classe de parts donnée :

- Les informations générales sur le fonds : « Core Data » (champs 1 à 77)
- Les informations sur les divers points géographiques de souscription : « Local Annexes » (champs 78 à 105).

Les informations sont issues :

- De la notice d'information (prospectus complet) pour la partie « Core Data »
- Du ou des prospectus simplifiés pour la partie « Local Annexes »

Ou bien à obtenir :

- Du centralisateur, agents de transferts (routage) et du dépositaire (R/L)
- Auprès de [SWIFT](#) (BIC ou BIC1)

### Core Data

CORE DATA		
Line	Information required	Information description
1	ISIN Code	Enter the ISIN code for the <u>class</u> of share to which the FPP refers.
2	Name of fund including class	eg. ABC European Smaller Companies Fund "A" shares.
3	Name of umbrella	eg. ABC Investments SICAV. If not applicable, enter: "NA".
4	Date of last revision to the Fund Processing Passport (yyyy/mm/dd)	Enter the date on which this version of the FPP was issued by the Fund Management Company.
5	Country specific information available in FPP annexes for the following countries	List the countries for which location-specific information (eg. local Fund Order Desk details, dealing cut-off times etc.) is provided in the various annexes. Enter the relevant ISO 2-character country codes in alphabetical order, separated by spaces: eg. DE FR IT. Note that there will be more than one annex for a country where several agents are appointed to provide

- 77 données dont 50 sont à renseigner obligatoirement.
- Il s'agit des informations essentielles sur le fonds.
- Ces données concernent :
  - L'identification du fond
  - Les modalités de détention (Holdings)
  - Les modalités de souscription (Subscription)
  - les modalités de rachat (Redemption)
  - les modalités de calcul et d'application de la [valeur liquidative](#) (NAV)
  - Les modalités liées au versement de dividende (Dividend)
  - Les modalités de [règlement-livraison](#) (Settlement)
  - Les contraintes (Restrictions)
  - Les frais (Fees)

### Local Annexes

LOCAL ANNEXES		
Line	Information required	Information description
78	Countries where this annex is valid	List the countries for which country-specific information (eg. local Fund Order Desk details, dealing cut-off times etc.) is available. Enter the relevant ISO 2-character country codes in alphabetical order, and separated by spaces: e.g. FR IT.
79	Name of local Fund Order Desk	Enter the relevant details for the local entity to which the annex relates.
80	Address of local Fund Order Desk	
81	Telephone of local Fund Order Desk	
82	Fax of local Fund Order Desk	
83	E-mail of local Fund Order Desk	
84	BIC of local Fund Order Desk	
85	Application required for the initial investment of the client through the local Fund Order Desk (yes / no)	Indicate whether or not a physical application form is required in respect of an initial subscription by the investor.
86	Application required for each subsequent investment of the client through the local	Indicate whether or not a physical application form is required for subsequent investments by the same

- 25 données dont 21 données à renseigner obligatoirement.
- Il s'agit d'informations spécifiques à un pays ou à un groupe de pays concernant les modalités de commercialisation et de règlement (dealing/ settlement arrangements).
- Ces données concernent :
  - Les pays dans lesquels s'appliquent les règles locales décrites dans l'annexe
  - Les modalités de souscriptions (subscription)
  - Les modalités de rachat (redemption)
  - Les modalités de règlement (settlement)
  - Les contraintes particulières (Restrictions)

Auteur: [Alfi](#), Consultancy Services, Asset Management & Financial Markets.

## OPCVM

### Définition

Les OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières sont des sociétés ou quasi-sociétés dont l'activité consiste à investir sur les marchés l'épargne collectée auprès de leurs porteurs de parts. L'activité des OPCVM appartient donc à la gestion collective d'actifs, ce qui la distingue à la fois :

- de la gestion pour compte propre : l'OPCVM investit des fonds collectés auprès de tiers (gestion pour compte de tiers) et non ses propres fonds (gestion pour compte propre).
- de la gestion sous mandat : l'OPCVM investit collectivement des fonds appartenant à des tiers multiples et non à un tiers unique (gestion de fortune).

Au passif de l'OPCVM figurent les capitaux apportés par les souscriptions des porteurs.

A l'actif de l'OPCVM figurent les instruments financiers qu'il détient.

### Le passif de l'OPCVM

Le passif de l'OPCVM est divisé en parts détenues par les souscripteurs, qui sont donc actionnaires de l'OPCVM. Toutes les fois qu'un investisseur souscrit à l'OPCVM, celui-ci émet, en contrepartie de la somme souscrite, de nouvelles parts dont l'investisseur devient propriétaire. Une part d'OPCVM constitue une valeur mobilière, identifiée par un code ISIN, dont l'émetteur est la société de gestion de l'OPCVM et dont le cours s'appelle la [valeur liquidative](#).

## L'actif de l'OPCVM

L'OPCVM utilise les fonds apportés par les investisseurs pour investir sur les marchés. L'actif de l'OPCVM est donc constitué de toutes les valeurs ([actions](#), [obligations](#), [TCN](#), [produits dérivés](#), ...) qu'il détient. Le gestionnaire de l'OPCVM n'est pas absolument libre de ses choix d'investissement : ceux-ci sont encadrés par la réglementation et par les orientations de gestion de l'OPCVM définies lors de sa création.

## La valeur liquidative

L'actif de l'OPCVM varie constamment en fonction des variations des cours des valeurs mobilières. La somme totale des actifs détenus, valorisés au cours du jour, divisée par le nombre de parts en circulation, constitue ce qu'on appelle la [valeur liquidative](#) de l'OPCVM, il s'agit donc de la valeur de la part de l'OPCVM.

Ainsi, le passif de l'OPCVM, égal au nombre de parts émises multiplié par la valeur de la part, la valeur liquidative, varie constamment, pour 2 raisons : d'abord parce que le nombre de parts en circulation varie en fonction des souscriptions et des rachats de parts, ensuite parce que la valeur de la part elle-même varie constamment. D'où le nom d'une catégorie bien connue d'OPCVM, les SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable.

## Le fonctionnement

L'OPCVM « vit » de la manière suivante :

Le passif est alimenté par les souscriptions des investisseurs finaux, qui reçoivent des parts en échange des fonds qu'ils apportent. Une ou plusieurs parts sont créées lors de chaque nouvelle souscription.

Réciproquement, les rachats consistent pour l'investisseur à « récupérer » l'argent investi, augmenté si la [valeur liquidative](#) de l'OPCVM a crû pendant la période durant laquelle il a détenu les parts, ou diminué si l'OPCVM a fait des pertes... chaque rachat a pour effet de détruire une ou plusieurs parts de l'OPCVM. Les souscriptions / rachats se font au prix (valeur liquidative) du jour d'exécution de l'ordre.

Certains OPCVM cotent tous les jours, c'est-à-dire que la valeur liquidative est calculée quotidiennement. D'autres ne cotent qu'une fois par semaine, voire une fois par mois.

Un OPCVM peut être à cours « connu », c'est-à-dire que la valeur liquidative du jour J est calculée le jour J. Les ordres de souscription / rachat peuvent être exécutés le jour même où ils ont été reçus dans ce cas. Mais il peut être également à cours « inconnu », dans ce cas la valeur liquidative est connue à J+1, voire « super inconnu » (J+2). Les ordres de souscription / rachat ne sont exécutés que le lendemain ou le surlendemain de la réception de l'ordre.

L'actif est alimenté par les décisions d'investissement de la société de gestion. Celle-ci intervient sur les marchés réglementés par l'intermédiaire des sociétés de gestion, ou sur les marchés de gré à gré par l'intermédiaire de brokers. L'exécution et le règlement / livraison des opérations est ensuite du ressort du dépositaire de l'OPCVM.

## Catégories d'OPCVM

La gestion collective est encadrée par une directive européenne qui définit les fonds dits « coordonnés » ou UCITS (Undertaking for Collective Investment Schemes in Transferable Securities). Tous les fonds émis ne se conforment pas à cette réglementation, qui n'est pas adaptée aux nouvelles tendances de la gestion d'actifs (cf. [hedge funds](#)).

Les OPCVM peuvent être classés selon leur structure juridique :

- les SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) disposent de la personnalité morale.
- Les FCP (Fonds Commun de Placement) sont des copropriétés de valeurs mobilières, avec une capitalisation minimum inférieure à celle des SICAV
- Les FCPE (Fonds Commun de Placement d'Entreprise) sont réservés à la gestion de l'épargne salariale.
- Les FCPR (Fonds Commun de Placement à Risques) et FCPI (Fonds Commun de Placement dans L'innovation) sont investis pour partie dans des sociétés non cotées.

Les OPCVM peuvent également être classés en fonction de leurs orientations d'investissement, qui définissent également leur profil de risque :

- [Actions](#), avec éventuellement une spécialisation par zone géographique, taille des sociétés, secteur.
- Monétaires : investis dans les [TCN](#) et les dépôts (prêts).
- [Obligations](#)

- Diversifiés
- A formule : l'objectif de gestion bénéficie d'une garantie, en général sur le capital investi.
- Les fonds de fonds (multi-gestion) : ces OPCVM sont investis dans des parts d'autres OPCVM.

Enfin ils peuvent être distingués en fonction de leurs styles de gestion :

- La gestion active consiste pour le gérant à choisir de façon discrétionnaire dans un large éventail de valeurs correspondant au profil de l'OPCVM. Le gérant peut faire appel aux produits dérivés pour couvrir les risques de son portefeuille.
- La gestion passive ou gestion indicielle consiste à répliquer exactement un indice de référence. L'invention de ce style de gestion est partie du constat que, sur une longue période, les performances des gérants ne sont pas meilleures que celles des marchés.
- Les trackers sont des OPCVM indiciels cotés en Bourse, et donc négociables, contrairement aux OPCVM habituels.
- Enfin les fonds alternatifs ou [hedge funds](#) ont pour finalité d'appliquer une stratégie très ciblée avec un objectif de performance absolue.

## Le rôle des différents acteurs

Les acteurs de la gestion sont nombreux et il est parfois difficile de savoir qui fait quoi. Tout d'abord il faut savoir que la gestion d'actifs pour compte de tiers doit être, conformément à la réglementation, isolée dans une structure dédiée, séparée de la gestion pour compte propre. C'est pourquoi les grandes banques et compagnies d'assurances ont toutes leur filiale dédiée à la gestion d'actifs, généralement affublée du suffixe « AM », pour « [Asset Management](#) » (gestion d'actifs).

De fonction de support interne aux banques, la prestation de services aux asset managers tend à devenir une activité spécialisée et externalisée. Le développement de systèmes d'information facilitant les échanges et le traitement rapide des opérations est un enjeu stratégique pour cette activité qui est devenue une véritable industrie.

### Commercialisation

La [commercialisation](#) des OPCVM, c'est-à-dire la recherche de nouveaux souscripteurs, est traditionnellement assurée dans les banques par le réseau d'agences de la maison mère. Il existe également des structures spécialisées dans la distribution d'OPCVM: les distributeurs.

### Gestion du passif

La gestion du passif consiste à centraliser les ordres de souscription / rachat et à tenir le compte émetteur de l'OPCVM.

Le centralisateur est l'intermédiaire chargé de centraliser les ordres de souscription / rachat, et de procéder à l'échange des fonds contre les parts d'OPCVM souscrites. Cet échange, qui correspond à une opération de règlement / livraison, peut être fait directement chez l'émetteur de l'OPCVM, mais pour une grande partie des OPCVM en France, il a lieu en Euroclear France (le dépositaire central français).

La tenue du compte émetteur consiste à mettre à jour en permanence le nombre de parts en circulation de l'OPCVM, qui comme on l'a vu varie constamment.

Le métier de centralisateur s'appelle dans les pays anglo-saxons, où son contenu est beaucoup plus large, "transfer agent". L'agent de transfert met en place une structure de support aux distributeurs d'OPCVM. Il fait vraiment l'interface entre les fonds et les distributeurs, et tout en collectant et exécutant les ordres de souscription / rachat, tient les positions des distributeurs externes, calcule et enregistre les commissions qui leur sont dues, produit le reporting aux apporteurs d'affaires.

### Gestion des actifs

Le gérant d'OPCVM a pour mission de faire les choix d'investissement et de prendre des positions sur les marchés afin de faire fructifier les actifs qui lui sont confiés. Il s'agit d'une fonction front-office.

Il est assisté dans sa démarche par des analystes financiers dont le rôle est de collecter les informations et de porter un jugement sur les sociétés cotées afin de conseiller les gérants.

### Gestion administrative et comptable

Le gestionnaire administratif et comptable assure le middle et back-office du fonds. Il enregistre les opérations, transmet les instructions de règlement / livraison au dépositaire, tient les positions et suit les risques.

Le gestionnaire administratif et comptable est responsable également du calcul de la [valeur liquidative](#) du fonds, à moins que ce traitement ne soit externalisé vers un prestataire spécialisé.

## Dépositaire

La fonction de dépositaire d'OPCVM est encadrée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), qui définit son rôle et ses obligations dans un cahier des charges précis. L'instruction relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM peut être consultée ici : "[Les dépositaires d'OPCVM et de FIA](#)"

Le dépositaire constitue un dossier précis sur le fonds, comprenant les documents visés par l'AMF produits lors de la constitution de l'OPCVM (fiche d'agrément, notice d'information).

Le dépositaire assure le règlement / livraison et la conservation des actifs du fonds: il a la garde des actifs du fonds, tient à jour ses comptes titres et espèces, reçoit ses ordres de règlement / livraison et les exécute en relation avec le dépositaire central ou des dépositaires locaux étrangers, enfin informe le fonds des opérations sur titres (OST) intervenant sur ses portefeuilles et les traite.

Le dépositaire contrôle la régularité des décisions de l'OPCVM. (Fonction de contrôle dépositaire, cf. ci-dessous).

Accessoirement, le dépositaire peut assurer, mais ce n'est pas toujours le cas, la gestion du passif du fonds.

## Contrôle dépositaire

Le contrôle dépositaire consiste à vérifier la régularité des décisions d'investissement effectuées par l'OPCVM et également à vérifier le calcul de la [valeur liquidative](#). L'activité des OPCVM étant très encadrée en France et en Europe, le contrôleur dépositaire a un rôle important et de nombreuses tâches à accomplir.

La vérification par rapport au contexte réglementaire inclut la vérification des règles de composition de l'actif et des règles de répartition des risques (en particulier le risque émetteur).

La vérification par rapport au contexte propre de l'OPCVM consiste à vérifier que ses investissements sont bien conformes à ses objectifs de gestion tels que décrits dans sa notice d'information.

Le contrôleur dépositaire vérifie également le calcul de la valeur liquidative effectué par le fonds.

Il vérifie les documents produits par la société de gestion: rapports annuels, comptes, états périodiques.

## Valorisateur

Le calcul de la [valeur liquidative](#) est un processus complexe, puisqu'il faut récupérer un cours ou calculer une valeur pour chacun des actifs du fonds, qui peuvent être nombreux et plus ou moins "exotiques", non cotés pour les instruments de gré à gré.

Le valorisateur dispose d'outils de calcul qui lui permettent également de proposer au fonds toutes sortes de services à valeur ajoutée: reporting, analyse et attribution de performance.

## Ailleurs sur le Web

Lire "La gestion d'actifs en France", Philippe Auverny-Bennetot, Revue Banque édition

---

Auteur: [Françoise Caclin](#), fondatrice de Fimarkets, consultante et formatrice.

## La valeur liquidative

---

## Définition

La valeur liquidative est un outil qui permet de facilement suivre la performance d'un fonds mutualisé dans lequel de nombreux investisseurs peuvent entrer et sortir régulièrement. C'est également un élément pour assurer l'équité de traitement des différents investisseurs.

Voici quelques explications sur sa fonction, et sur son mode de calcul.

## La gestion collective

La [gestion collective](#) consiste à mutualiser l'argent de plusieurs investisseurs pour l'investir sur les mêmes actifs. Elle peut prendre plusieurs formes juridiques : [FCP](#), [SICAV](#),....

La gestion collective a plusieurs avantages :

- Diminution des coûts : la gestion de fonds implique de nombreux frais fixes. En augmentant le volume géré, les frais diminuent en pourcentage
- Taille critique : pour intervenir efficacement sur certains marchés, il faut un minimum de capitaux. En regroupant les fonds de nombreux petits investisseurs, le gérant peut mettre en œuvre des stratégies qui seraient impossibles à mettre en œuvre, ou non rentables, pour un seul d'entre eux.

## Principe d'équité des investisseurs

En gestion collective, les différents investisseurs possèdent en commun des actifs financiers. Il est important que la performance de ces actifs financiers leur soit attribuée de façon équitable.

Chacun doit recevoir des gains en proportion des montants qu'il a investis. Et la performance obtenue doit être celle de la période d'investissement.

Il faut donc trouver un système qui permette d'évaluer de façon précise ce que possède chaque investisseur sans que l'un soit avantagé par rapport à l'autre.

## Cas simple : investissement simultané

Voici un cas simple :

### EXEMPLE 1

3 investisseurs créent un fonds mutuel qu'ils donnent à gérer à un professionnel.

Le premier met 2000€, le deuxième 3000€, le troisième 5000€.

Ils investissent cet argent le même jour, et confient donc 10000€ à un gérant.

Ce gérant va placer cet argent sur les marchés financiers, et régulièrement prélever un certain pourcentage de la somme gérée pour se rémunérer.

Au bout de quelques années, les 3 investisseurs décident de récupérer leur argent.

Le gérant liquide le fonds : il revend les actifs détenus par les 3 investisseurs, il rembourse les dettes qu'il a contractées en leur nom, et il prélève les derniers frais de gestion.

Il constate qu'il reste 15000 €.

Il rembourse les investisseurs au prorata de leur mise de départ. Respectivement 3000€, 4500€, et 7500€.

On applique pour cela le principe d'équité des porteurs de part : on rembourse chacun en fonction du pourcentage d'actifs apportés initialement (20%, 30% et 50%).

Où l'on applique à chaque investisseur la performance des actifs du fond sur la période : 50% (de 10000 à 15000€)

Tout cela fonctionne bien car tout le monde place et retire son argent en même temps.

## Placements échelonnés dans le temps

## EXEMPLE 2

Un fonds mutuel est créé le 1/1/2007.  
 Le 1/1/2007, l'investisseur A place 1000€  
 Le 1/10/2007, l'investisseur B place 2000€  
 Le 1/1/2008, les 2 investisseurs veulent retirer leur argent.

Le gérant liquide le fonds (revente des actifs, remboursement des dettes, prélèvement des frais).  
 Il trouve 3300€. Que doit-il rembourser à chacun ?  
 La réponse qui pourrait venir à l'esprit, suite à l'exemple précédent est : 1100€ et 2200€  
 Chacun aurait alors gagné 10%.

Mais il est clair que cette répartition ne respecte pas le principe d'équité des investisseurs. En effet, B est arrivé beaucoup plus tard que A.

Supposons que l'augmentation de l'actif ait été régulièrement répartie au cours de l'année. On s'attend à ce que B qui est rentré dans le fond à la fin gagne moins, en proportion, que A qui est resté un an.

Inversement, si l'on s'aperçoit que le gérant a perdu de l'argent pendant les 9 premiers mois, et en a gagné beaucoup dans les 3 derniers, on peut s'attendre à ce que B gagne plus, en proportion, que A.

Comment traiter cette situation ?

### Actif net

Le seul moyen équitable de rembourser A et B est de faire un bilan du fond, juste avant l'arrivée de B.  
 On se pose la question : « Quelle serait la valeur du fond si on le liquidait maintenant ? »

Tout se passe comme si à chaque entrée ou sortie du fond on liquidait le fond, et on le recréait<sup>1</sup>.

On fait le bilan des actifs du fonds, on soustrait les dettes, et les frais de gestion.

On obtient l'**actif net** du fonds. Sur la base de cet actif net, on détermine ce que possèdent A et B après l'arrivée de B.

### Suite de l'exemple 2

Supposons que l'actif net du fonds vaut 1100€ juste avant l'arrivée de B.

On considère qu'après l'arrivée de B tout se passe comme si on avait un nouveau fonds où A mettrait 1100€ et B 2000€, avec respectivement 35.5% et 65,5% des actifs.

A la fin, A récupère donc 35.5% de 3300, soit 1170,97 et B récupère 65,5% soit 2129,03

On peut vérifier que ce raisonnement est équitable en étudiant la performance de deux points de vue :

Si on raisonne en performance du fonds :

Pendant les 9 premiers mois de l'année, le fonds a gagné : 10% (de 1000 à 1100)

Pendant les 3 derniers mois, le fonds a gagné 6.452% (de 1100 à 1170.97)

La performance cumulée est de  $(1+10\%)*(1+6.452\%)-1=17.10\%$ .

Si l'on voit la performance du point de vue de chaque client

A a gagné 17.10% (de 1000 à 1170.97), ce qui est bien la performance globale du fonds sur l'année.

B a gagné 6.45% (de 2000 à 2129.03), ce qui est bien la performance du fonds dans la période où il a investi.

Les deux clients ont donc bénéficié tous les deux de la performance du fonds sur leur période d'investissement.

Voici un tableau qui donne les performances des deux investisseurs en fonction de l'actif net au 1/10/2007 :

Actif net au 1/10/07	Part de A à la fin	Part de B à la fin	Perfo. les 9 premiers mois	Perfo. les 3 derniers mois	Perfo. totale du fonds	Perfo. de A	Perfo. de B
900,00	1024,14	2275,86	-10,000%	13,793%	2,414%	2,414%	13,793%
1000,00	1100,00	2200,00	0,000%	10,000%	10,000%	10,000%	10,000%
1050,00	1136,07	2163,93	5,000%	8,197%	13,607%	13,607%	8,197%
<b>1100,00</b>	<b>1170,97</b>	<b>2129,03</b>	<b>10,000%</b>	<b>6,452%</b>	<b>17,097%</b>	<b>17,097%</b>	<b>6,452%</b>
1300,00	1300,00	2000,00	30,000%	0,000%	30,000%	30,000%	0,000%
1400,00	1358,82	1941,18	40,000%	-2,941%	35,882%	35,882%	-2,941%

On voit clairement que l'information sur la valeur des actifs en début et fin d'année ne suffit pas à déterminer les avoirs de chacun des participants, et que la valeur des actifs avant l'entrée de B est déterminante.

## Prenons un cas plus général

On a un fonds mutuel où des investisseurs rentrent et sortent à période régulière.

On a deux méthodes, rigoureusement équivalentes, pour calculer les actifs de chacun de façon à assurer l'équité des investisseurs:

**En pourcentage** : Après chaque mouvement (entrée ou sortie d'argent), on fait un état du pourcentage d'actifs détenu par chacun. Entre deux mouvements, ce pourcentage ne bouge pas. Avant un nouveau mouvement, on calcule l'actif net, et on attribue à chaque investisseur, le même pourcentage qu'au début de la période.

**En performance** : Après chaque mouvement, on calcule le montant détenu par chaque investisseur. Avant un nouveau mouvement, on calcule la performance des actifs sur la période. Et on applique cette performance au montant détenu par chacun.

### EXEMPLE 3

Le 01/01/2008, A et B créent un autre fonds. Ils y mettent respectivement 2000€ et 8000€.

Le 01/06/2008, C ajoute 5000€.

Le 1/11/2008, B retire son argent.

Que se passe-t-il ?

Le **01/01/2008**, le gérant note que :

- L'actif net est de 10000€
- A et B possèdent respectivement 20% et 80% de cet actif net.

Le **01/06/2008**, C ajoute 5000€.

Avant d'intégrer cet argent dans le fonds, le gérant calcule le nouvel actif net : 11000€, ce qui constitue une performance de 10%.

Le gérant peut calculer la part de A de deux manières différentes :

- En pourcentage : il possède 20% de l'actif net, soit 2200€
- En performance : il a gagné 10% sur ses 2000€ initiaux, soit 2200€ en tout.

De même B possède 8800€.

Après l'arrivée de C, l'actif net est de 16000€.

On note que A en possède 13.75%, B 55% et C 31,25%

Le **1/11/2008**, B retire son argent.

Avant de le lui donner, le gérant calcul l'actif net, qui est de 15000€ (performance : -6.25%).

Et, il calcule la part de chacun :

A possède :

- En pourcentage : 13.75% de 15000€ soit 2062.50€
- En performance : 2200€ moins 6.25%, soit 2062.50€

De la même manière :

- B possède 8250.00€
- C possède 4687.50€

Le gérant revendra probablement une partie des actifs pour rendre l'argent à B.

Après retrait des 8250€, l'actif net du fonds est de 6750€, dont A possède 30.56%, et C 69.44%.

	A		B		C		Actif net	
	Actif	%	Actif	%	Actif	%	Actif	Gain
1/1/08 Avant entrée	0€		0€			0%	0€	
1/1/08 Après entrée	2000€	20%	8000€	80%		0%	10000€	
1/6/08 Avant entrée	2200€	20%	8800€	80%		0%	11000€	10%
1/6/08 Après entrée	2200€	13,750%	8800€	55%	5000€	31,250%	16000€	
1/11/08 Avant sortie	2062,50€	13,750%	8250€	55%	4687,50€	31,250%	15000€	-6,25%
1/11/08 Après sortie	2062,50€	30,556%	0€	0%	4687,50€	69,444%	6750€	

## Les parts de fonds

Ce système fonctionne bien quand les investisseurs sont peu nombreux et les mouvements rares. Mais si le fonds a des mouvements quotidiens et des milliers d'investisseurs, il devient impossible pour chacun de connaître sa situation.

Si on travaille en performance, chacun se voit communiquer à chaque mouvement la performance globale du fonds, et doit l'appliquer à ses actifs.

Si on travaille en pourcentage, chacun doit connaître à chaque entrée ou sortie, quel est le pourcentage d'actif qu'il détient.

Ces deux systèmes sont très lourds à suivre pour les investisseurs, mais également pour le gérant.

Pour cela, au lieu d'attribuer à chaque investisseur un pourcentage de l'actif global, pourcentage qui change à chaque entrée ou sortie, ou un montant d'actif qui change quotidiennement, on divise le fonds en « parts de fonds » de taille égale.

Quand un investisseur met de l'argent dans le fonds, on crée des parts nouvelles du même montant que les parts existantes. Quand un investisseur retire son argent, on détruit les parts correspondantes.

A chaque entrée ou sortie d'investisseur, on calcule le montant de la part.

L'investisseur connaît ainsi :

- Son nombre de parts. Ce nombre ne varie que quand il rajoute ou retire de l'argent du fonds
- La valeur de la part : celle-ci est publiée régulièrement et est identique pour tous les investisseurs
- Il peut facilement donc déduire le montant de ses avoirs : nombre de parts multiplié par valeur de la part

Reprenons l'exemple 3.

A la création du fonds, le gérant peut arbitrairement décider qu'à l'ouverture, les parts valent 100€.

Le 01/01/2008, A et B achètent respectivement 20 parts et 80 parts.

Le 01/06/2008, le gérant publie la valeur de la part avant intervention de C.

Deux méthodes :

- L'actif net a augmenté de 10%, donc la part aussi : 110€
- L'actif net vaut 11000€, divisé par 100 parts : 110€

On considère donc que C achète 5000€ de parts, soit 45.4545 parts<sup>2</sup>.

A et B peuvent être informés de la nouvelle valeur de la part, mais n'ont pas besoin de savoir qu'un nouvel acteur est intervenu.

Le 1/11/2008, B retire son argent.

Le gérant calcule un actif net 15000€, et une performance de -6.25%.

Il calcule la valeur de la part :

- L'actif net a baissé de 6.25%, donc la part aussi : 103,125€
- L'actif net vaut 1500€, divisé par 145.4545 parts : 103.125€

Il publie cette valeur, et B peut en déduire qu'il possède :  $103.125 \times 80 = 8250\text{€}$

	A		B		C		Actif			
	Actif	Nb Parts	Actif	Nb Parts	Actif	Nb Part	Actif net	Nb Parts	Valeur	Gain
1/1/08 Avant entrée	0€	0	0€	0		0	0€	0	100	
1/1/08 Après entrée	2000€	20	8000€	80		0	10000€	100	100	
1/6/08 Avant entrée	2200€	20	8800€	80		0	11000€	100	110	10%
1/6/08 Après entrée	2200€	20	8800€	80	5000€	45,45	16000€	145,45	110	
1/11/08 Avant sortie	2062,50€	20	8250€	80	4687,50€	45,45	15000€	145,45	103,13	-6,25%
1/11/08 Après sortie	2062,50€	20	0€	0	4687,50€	45,45	6750€	65,45	103,13	

## La valeur liquidative

La valeur de la part ainsi calculée s'appelle la « Valeur liquidative » (VL), ou en anglais la « Net Asset Value » (NAV).

Elle correspond à la valeur que récupérerait chaque investisseur si le fonds était liquidé immédiatement<sup>3</sup>.

En publiant régulièrement la VL, le gérant permet à chaque participant de connaître l'état de ses actifs sans connaître les mouvements des autres participants.

La VL est l'actif net divisé par le nombre de parts.

L'actif net est la somme de la valeur des actifs, moins la somme des valeurs des dettes, moins les frais non encore perçus par le gérant.

$$VL = (\text{Valeur des actifs} - \text{Valeur des dettes} - \text{Frais non prélevés}) / \text{Nombre de parts}$$

En pratique, 3 acteurs participent au calcul de la VL :

- Le dépositaire qui est garant de la position du fond. Il connaît la quantité de chaque actif du fonds à une date donnée.
- Le valorisateur qui attribue une valeur à ces actifs
- Le gérant qui in fine valide la VL calculée par le valorisateur

Pour les raisons exposées ci-dessus, il est important de calculer la VL à chaque mouvement.

Pour de nombreux fonds grands public, les mouvements sont potentiellement quotidiens, et donc, une VL quotidienne est systématiquement publiée.

Pour certains hedgefunds, les investisseurs peuvent rentrer ou sortir une fois par semaine, par mois ou par trimestre.

Dans ce cas la VL n'est calculée qu'à cette fréquence.

## Parts de fonds et actions

La situation financière d'un fonds ressemble à celle d'une société.

Les actifs détenus par une société proviennent de trois sources (passif) :

- Argent investi par les actionnaires
- Emprunts
- Bénéfices non redistribués

Les actifs détenus par un fonds proviennent de trois sources

- Argent placé par les détenteurs de part
- Emprunts
- Gains précédents non distribués

À ces trois sources, il faut également retirer les frais prélevés pour la gestion du fonds.

La différence entre une société et un fonds est d'une part la motivation : généralement une société tire ses bénéfices d'une activité de production de bien ou de services, alors que la vocation d'un fonds est d'investir l'argent dans d'autres actifs financiers.

Mais elle est également due à la structure du passif. Le nombre d'actions émises par une entreprise est stable dans le temps. Leur nombre varie du fait d'actions ponctuelles entreprises par la société : émission, rachat, exercice de stock-options, etc...

Mais les investisseurs qui achètent et vendent des actions le font généralement sur un marché secondaire vis-à-vis d'autres investisseurs. L'achat ou la vente d'actions ne modifie pas le nombre d'actions.

Le prix de l'action est déterminé par les évaluations des acteurs du marché, et non pas directement par la valeur nette des actifs de la société.

Généralement, dans un fonds, quand un investisseur rentre dans le fonds, le nombre de parts augmente. Quand il se retire, le nombre de parts diminue. Et le prix de la part est la résultante de la valeur nette des actifs.

C'est pourquoi l'arrivée d'argent dans un fonds ne s'appelle pas, sauf par abus de langage, un « achat de part » mais une **souscription**. Le retrait de d'argent ne s'appelle pas une « vente de part », mais un **rachat** (rachat des parts par le fonds qui les a émises).

Ces deux différences se retrouvent dans le terme « SICAV » : Société d'Investissement à CApital Variable. Il s'agit d'une société qui a pour seul but d'investir (et non de produire) et dont le capital est variable, au gré des arrivants et partants.

## Calcul de la VL

Le calcul de la VL est un acte de gestion très important, car il est déterminant pour garantir l'équité des participants. De nombreux points techniques sont à surveiller, dont certains dépassent le périmètre de cette présentation.

Mentionnons en quelques-uns :

- Problèmes de date

La réglementation ou la notice d'un fonds doivent préciser clairement à quelle date les actifs du fonds sont inventoriés et évalués. Souvent, la VL du jour peut correspondre aux actifs de la veille en fin de journée. Parfois, ils correspondent à la situation de la fin de la journée même, auquel cas elle n'est pas connue durant la journée.

Dans ce cas les investisseurs entrent ou sortent à cours inconnus. Ils passent leurs ordres soit en donnant le montant investi, soit le nombre de parts souscrites.

Plus tard, quand la VL est publiée, l'investisseur connaît alors les détails de son ordre (montant ET nombre de parts).

- Les frais non prélevés

Généralement les frais sont prélevés par le gérant en fin de mois. Si quelqu'un rentre en cours de mois, il faut s'assurer qu'il ne les paye qu'au prorata de sa présence dans le fonds. Si quelqu'un sort en cours de mois, il faut s'assurer qu'il paye les frais pour le début du mois.

Cela se gère en incluant dans le calcul d'actif net, une provision pour les frais prélevés effectivement en fin de mois.

- Frais d'entrée et de sortie

Certains fonds prélèvent des frais à l'entrée et/ou à la sortie du fonds. C'est une des modalités de rémunération du gérant. Cela correspond également aux problèmes de liquidité : quand on vend ou achète des actifs en quantité importante, on ne reste pas exactement au prix du marché. On achète généralement un peu plus haut, et l'on vend un peu plus bas. Une partie des frais d'entrée/sortie permettent de tenir compte de cette réalité.

Tous ces frais se traduisent par l'existence de deux VL. La VL d'entrée, payée par les nouveaux entrants, est plus élevée que la VL théorique. La VL de sortie, payée par les sortants, est plus basse.

- Problèmes d'arrondis

Le nombre de parts ainsi que le prix de la part ont un nombre de décimales limité. Les règles d'arrondi doivent être claires et documentées pour éviter les contestations.

- Fonds multiparts

Certains fonds possèdent plusieurs types de parts. Cela permet de gérer des clientèles différentes qui peuvent avoir des frais différents, des montants minimaux différents, des devises différentes.

Il y a alors des VL différentes pour chaque type de parts. Il faut alors être capable de répartir équitablement les actifs nets globaux sur chaque type de part.

Malgré toutes ces précautions, l'arrivée ou le départ d'investisseurs peuvent provoquer des cas où l'équité des porteurs de part est difficile voire impossible à respecter.

Un exemple d'actualité est celui du départ massif des clients de hedge funds. Ces fonds possèdent des actifs difficiles à vendre rapidement, ou dont la vente en volume ferait baisser le prix de façon significative (actifs peu liquides).

Quand avec la crise, les clients ont retiré massivement leurs capitaux de certains fonds, les gérants ont du liquider des actifs. Pour éviter d'avoir des prix de vente trop bas, ils ont préféré vendre les actifs les plus liquides. En conséquence, les clients restants, les plus fidèles, seront lésés si à leur tour ils décident de vendre, car les actifs restants sont moins liquides. Pour limiter ces effets, les hedge funds interdisent les mouvements fréquents, et demandent d'être notifiés à l'avance de ces mouvements.

## Rôle éthique de la VL

Comme expliqué, le passage par la VL est un outil pratique et indispensable pour permettre de communiquer l'état des performances d'un fond mutualisé à un grand nombre d'investisseurs ne se connaissant pas.

Une erreur sur le calcul de la VL induit mécaniquement une injustice. Reprenons le tableau de l'**exemple 2**

Actif net au 1/10/08	Part de A à la fin	Part de B à la fin	Perfo. les 9 premiers mois	Perfo. les 3 derniers mois	Perfo. totale du fonds	Perfo. de A	Perfo. de B
900	1024,14	2275,86	-10%	13,793%	2,414%	2,414%	13,793%
<b>1000</b>	<b>1100</b>	<b>2200</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
1050	1136,07	2163,93	5%	8,197%	13,607%	13,607%	8,197%
<b>1100</b>	<b>1170,97</b>	<b>2129,03</b>	<b>10%</b>	<b>6,452%</b>	<b>17,097%</b>	<b>17,097%</b>	<b>6,452%</b>
<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>2000</b>	<b>30%</b>	<b>0%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>0%</b>
1400	1358,82	1941,18	40%	-2,941%	35,882%	35,882%	-2,941%

Supposons que la vraie VL (correspondant aux actifs effectifs du fonds) soit de 1100€, on voit qu'en communiquant une VL artificiellement élevée, le gérant favorise les nouveaux entrants au détriment des anciens.

A la limite en communiquant une VL de 1300€ le 1/10, toute la performance annuelle du fonds est portée les 9 premiers mois, et B fait une performance nulle.

Inversement, en communiquant une VL de 1000€ le 1/10, toute la performance du fonds est portée dans les 3 derniers mois. A et B font la même performance.

Il est également important de publier la VL en temps et en heure. En effet, dans l'exemple ci-dessus, si le gérant publiait la VL du 1/10 en fin d'année, il pourrait, connaissant la performance globale du fond, la répartir à son gré entre A et B.

Il est tout à fait possible de lire l'affaire Madoff en termes de VL faussée<sup>4</sup>.

Madoff a annoncé en permanence à ses investisseurs des gains fictifs. Il se trouve dans la situation de la dernière ligne du tableau, où les premiers investisseurs gagnent des performances démesurées par rapport à la réalité, quand les derniers investisseurs perdent leur argent sans le savoir.

Si l'on ajoutait à ce tableau les sorties de fonds étalées dans le temps, on s'apercevrait bien vite que les derniers sortants n'auraient quasiment plus d'actifs réels à se partager. C'est ce qui est arrivé fin 2008, quand les clients de Madoff ont retiré leur argent, à des VL artificiellement élevées. Un jour Madoff constatant qu'il ne restait rien dans les caisses a du dévoiler le pot-aux-roses.

Pour éviter ce phénomène, il est important que l'évaluation de la VL des fonds se fasse sur la base d'acteurs indépendants : le dépositaire, garant de l'inventaire des actifs, et le valorisateur qui évalue leur prix de façon indépendante. Cela constitue une garantie d'équité pour les différents investisseurs d'un même fonds.

Madoff jouait le rôle de gérant, de dépositaire, de valorisateur, et de courtier. Ce qui lui a permis de mentir à tout le monde en limitant les possibilités de contrôles.

- 
1. On néglige dans ce calcul tous les frais qui résulteraient de la vente et le rachat (fictifs) des actifs : frais de transactions, impact de la liquidité.
  2. Le nombre de parts n'est pas forcément entier, mais pour un fonds donné, il y a un nombre de décimales maximal pour le nombre de parts. En réalité, il y aura donc un arrondi, et C payera un petit peu moins de 5000€.
  3. En négligeant les frais de transaction et la liquidité.
  4. L'auteur de ces lignes ignore si la structure juridique des fonds Madoff l'obligeait à publier une VL. De toutes manières, même s'il le faisait, les critères d'indépendance et de contrôle font que rien ne le contraignait à en publier une correcte.

## Commercialisation des OPCVM

**L**es sociétés de gestions créent et gèrent au quotidien des [OPCVM](#). Une fois l'agrément reçu, ces OPCVM peuvent être commercialisés. C'est l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) qui délivre les agréments si elle observe que l'OPCVM, le dépositaire et la Société de Gestion agissent bien au bénéfice des souscripteurs. L'AMF vérifie que les garanties en termes d'organisation, de moyens techniques et financiers et d'expérience des dirigeants sont bien suffisantes.

### Le réseau de distribution

Pour attirer les investisseurs, les sociétés de gestion mettent en place un réseau de distribution pour commercialiser leur gamme de fond.

- **Commercialisation en direct** : Les sociétés de gestion commercialisent souvent leur gamme de fonds directement auprès des investisseurs institutionnels.
- **Distribution via d'autres sociétés de gestion** : avec le développement de l'architecture ouverte et des fonds de fonds, il est de plus en plus courant de retrouver dans l'offre des sociétés de gestion des fonds de sociétés 'concurrentes'.

Dans le cadre de l'expansion de l'architecture ouverte et la multi-gestion qui consiste à vendre les OPCVM des sociétés de gestion concurrentes, les sociétés de gestion sont elles-même distributeur.

- **Courtier en ligne** : les plates-formes de distribution d'OPCVM en ligne se développent également. Elles proposent les fonds soit aux particuliers soit aux Conseillers en Gestion de Patrimoine.
- **Les Conseillers en Gestion de Patrimoine Indépendants** : lorsque leur apport est suffisant, certaines personnes font appel à des conseillers en gestion de patrimoine pour les conseiller sur leurs investissements. Ceux-ci sont ainsi amenés également à distribuer les fonds des sociétés de gestion.

Les conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI) sont très prisés des sociétés de gestion pour la distribution de leurs fonds. Ils s'adressent le plus souvent à des particuliers aux revenus élevés.

- **Gérants privés, banques privées et Family office**: les banques privées s'adressent à des clients fortunés. Les Family offices sont des cabinets qui gèrent le patrimoine d'une famille fortunée uniquement ou de plusieurs familles.
- **Banques à réseau et Assureurs** (via les supports d'assurance-vie): les banques à réseau et les compagnies d'assurances distribuent les OPCVM auprès de particuliers aux revenus moyens, leurs clients le plus souvent, via des contrats d'épargne et d'assurance-vie. Des conseillers gèrent le patrimoine de ces clients et les dirigent vers un contrat en fonction de plusieurs critères tels le type d'investissement (garanti, risqué, équilibré), leur investissement initial, et l'horizon de placement.

### Les véhicules de distribution

Les différents types de véhicules pour commercialiser les OPCVM sont :

- Compte-titre
- PEA (Plan d'épargne en [actions](#))
- Assurance-Vie
- PEI (Plan d'épargne inter entreprise)
- PERCOI (Plan d'épargne pour la retraite collectif interentreprise)

### La rémunération des distributeurs

Un certain nombre de frais sont imputés à l'OPCVM dont notamment les **frais de gestion**. Les frais de gestion sont indiqués dans les notices accompagnant toute souscription d'OPCVM. Ce sont des frais annuels utilisés pour rémunérer les équipes de gestion et le fonctionnement du fonds. Une partie revient également aux distributeurs lorsque celui-ci a passé un accord avec l'[Asset Manager](#).

Un autre type de frais revient également aux distributeurs : ce sont les **frais de distribution** (droit d'entrée, droit de garde, droit de sortie...).

Ces frais sont généralement exprimés en % de l'encours

## Gestion des conflits d'intérêts

Certaines dispositions ont été prises pour éviter les [conflits d'intérêt](#). Les directives [MIF](#) (directives sur les Marchés d'Instruments Financiers) imposent plusieurs obligations aux distributeurs d'OPCVM quant à l'information des investisseurs. L'objectif est que celui-ci dispose d'une « information claire, précise et non trompeuse » afin qu'il puisse prendre une décision d'investissement.

Elles se sont notamment intéressées aux questions d'avantages et de rémunération sur le principe que la rémunération au moyen de rétrocessions versés par le producteur d'OPCVM ne doit pas influencer le conseil dispensé par le distributeur d'OPCVM.

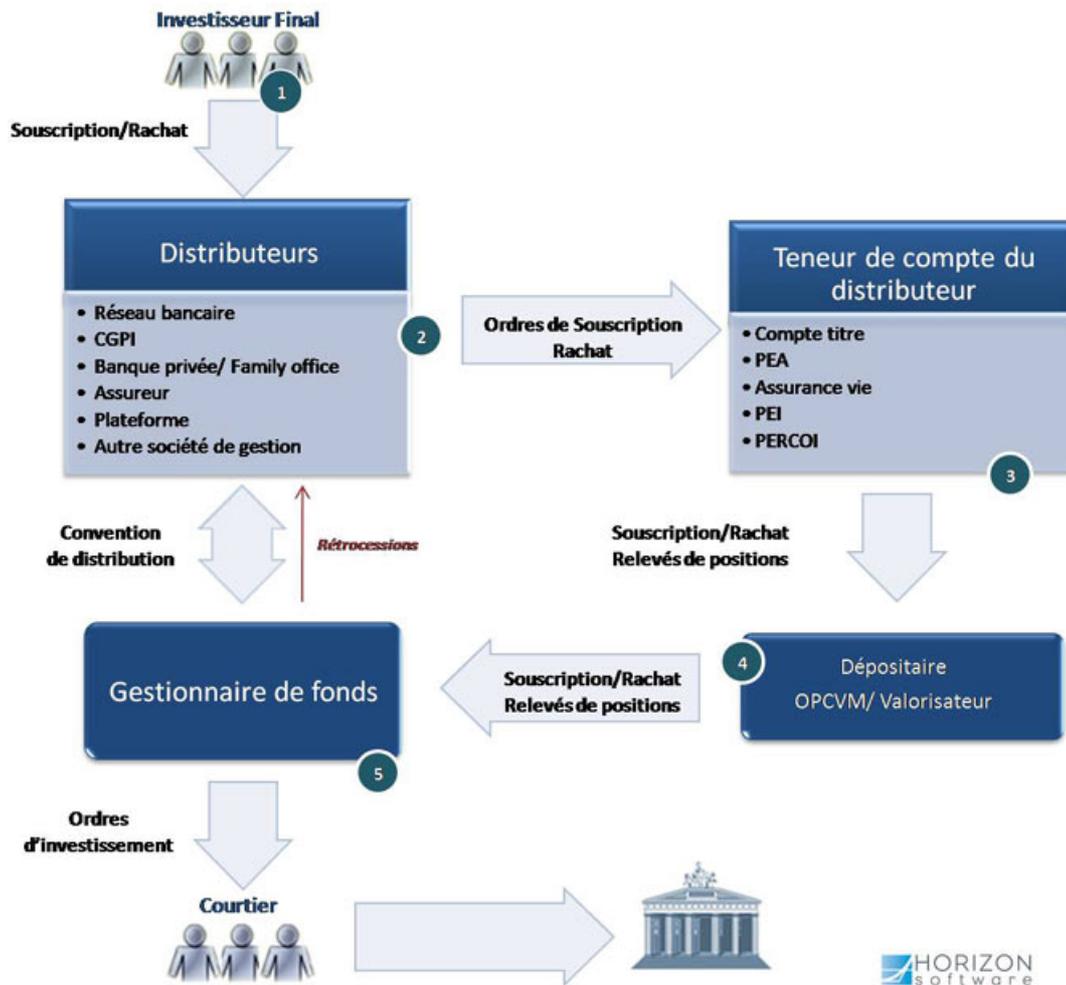
### Extrait du Livre Blanc de la commission européenne

*“Des considérations comme le niveau des commissions versées aux distributeurs par les promoteurs de fonds ne doivent pas influencer la sélection des fonds. Actuellement, les gestionnaires de fonds versent en moyenne 50% de leurs commissions de gestion à des distributeurs de fonds tiers. Il convient d'examiner si ces commissions constituent le paiement de prestations fournies, par exemple de services pré/après-vente aux clients. En ce qui concerne les conflits d'intérêts et les avantages, ils doivent faire l'objet d'une gestion appropriée ou être divulgués : les intermédiaires sont à ce niveau tenus de s'acquitter diligemment de leur devoir de précaution à l'égard de leurs clients de détail. La directive MIF fournit les outils requis pour traiter efficacement ces questions, ses mesures d'exécution stipulant en particulier que les avantages envisagés doivent être divulgués et ne peuvent être effectivement consentis que s'ils sont dans l'intérêt du client “.*

L'article 314-96 2 du projet du règlement général de l'AMF pose trois conditions à l'acceptabilité des rétrocessions de commissions (et éventuellement des avantages non monétaires) consentis par le producteur au distributeur :

- la transparence est assurée vis-à-vis du client;
- la rétrocession (ou l'avantage non monétaire) consentie par le producteur est destinée à améliorer la qualité du service rendu par le distributeur au client;
- la rétrocession ne place pas le distributeur en conflit d'intérêts avec le client.

## La distribution de fonds – schéma



## Les évolutions en matière de commercialisation

En effet, les évolutions tendent surtout à **faciliter la commercialisation des OPCVM dans les pays autres que leur pays de domiciliation**. Plusieurs dispositions sont prises en ce sens, notamment :

- Le **Key Information Document (KID)** est à l'étude en remplacement du prospectus simplifié pour harmoniser la présentation des caractéristiques des OPCVM au niveau européen.
- Le **Fund Processing Passport (FPP)** vise à rationaliser et standardiser les données opérationnelles nécessaires à la souscription/rachat de parts d'OPCVM. Le FPP est la fiche d'identité opérationnelle d'un OPCVM permettant aux divers acteurs de recueillir toutes les informations techniques nécessaires à la souscription. Rachat de parts, y compris les informations concernant les back offices en charge du règlement/livraison.

Le passeport européen permet aux **Prestataires de Services d'Investissement (PSI)** dont les sociétés de gestion d'actifs de fournir leurs services sur l'ensemble du territoire. Les prestations transfrontalières sont ainsi facilitées.

Auteur: [Horizon Software](#), the most advanced and adaptable software solutions for finance.

## Hedge funds, gestion alternative

### La gestion alternative

La gestion alternative désigne un ensemble très varié de méthodes ou plutôt de stratégies de gestion d'actifs spécialisées, techniques et concentrées sur une niche de marché bien précise. La gestion alternative se donne pour objectifs d'atteindre un niveau de performance absolue, de préférence stable, décorrélée de la tendance globale du

marché, tout en minimisant les risques et en garantissant le capital investi. Nous verrons plus bas des exemples de stratégies de gestion alternative.

## Les outils de la gestion alternative

La **vente à découvert** (selling short) consiste à vendre des titres que l'on ne détient pas, en espérant les racheter moins cher ultérieurement. Pour ce faire, le gérant emprunte ces mêmes titres sur la période. (En effet, lors d'un prêt de titres il y a transfert de propriété vers l'emprunteur, si bien que celui-ci a le droit de les vendre ; il lui faut seulement faire en sorte d'avoir racheté les titres au moment où il doit les rendre !)

L'**arbitrage** consiste à exploiter des écarts de prix injustifiés, par exemple en achetant des obligations convertibles supposées sous-évaluées tout en vendant à découvert l'[action](#) sous-jacente.

La recherche de l'**effet de levier** (« leverage ») consiste à emprunter du cash pour augmenter la taille effective du portefeuille (constitué au départ seulement des fonds apportés par les investisseurs).

Le recours aux **produits dérivés** : options, futures ou contrats de gré à gré est fréquent, soit dans un but spéculatif, soit au contraire pour couvrir le portefeuille.

La gestion alternative s'appuie aussi sur la **recherche** et l'**analyse** micro ou macro économique, qui doit permettre de trouver des opportunités soit dans les tendances de fond de l'économie ou des marchés financiers, soit en identifiant des entreprises à fort potentiel ou au contraire en difficulté.

## Les stratégies

Les différentes stratégies se caractérisent par des ratios rendement / risque très variables. Il existe de nombreuses présentations des différentes stratégies alternatives. Se reporter par exemple au site <http://www.magnum.com/>

**Arbitrage de convertible** (convertible arbitrage) : investit dans les obligations convertibles mal cotées sur le marché. Typiquement, cette stratégie consiste à acheter l'obligation convertible, tout en vendant l'[action](#) sous-jacente à découvert.

**Sélection de titres** (Long short Equity) : consiste à prendre des positions aussi bien longues (acheteuses) que courtes (vendeuses) sur des actions sélectionnées appartenant au même secteur ou à la même zone géographique, avec une position nette résultante plutôt longue (long bias), ou plutôt vendeuse (short bias), ou neutre (market neutral). Nécessite de bien maîtriser les outils de sélection des titres (stock picking).

**Macro/ opportuniste** (global macro) : tente de tirer profit des évolutions de l'économie globale, en particulier les évolutions de taux dues suite aux politiques économiques de gouvernements. Utilise les instruments reflétant la situation économique mondiale : devises, indices, courbes de taux, matières premières...

**Arbitrage sur produits de taux** (fixed income arbitrage) : cherche à tirer profit des mouvements et des déformations de la courbe des taux. Utilise comme véhicules les titres d'Etat, les futures et les swaps de taux.

**Arbitrage sur fusions-acquisitions** (merger arbitrage) : la possibilité d'arbitrage dans ce genre de situations (OPA, OPE) résulte de l'écart entre le prix annoncé par l'acquéreur et le prix auquel la cible se traite sur le marché.

**Situations spéciales** (event driven) : le gestionnaire recherche les opportunités générés par des événements intervenant dans la vie des entreprises : filialisation, fusions, ou des difficultés (distressed securities)

**Marchés émergents** (emerging markets) : investit dans les marchés en développement. Stratégie très risquée car les instruments de couverture ne sont pas toujours disponibles sur ce type de marché.

Etc, etc...

## Les Hedge funds

Un hedge fund ou fonds alternatif est un organisme de gestion collective, fonctionnant sur le même principe que les OPCVM ou Mutual funds américains, mais investi dans une stratégie alternative. Contrairement aux fonds « classiques », les hedge funds obtiennent des performances généralement déconnectées de la tendance générale des marchés [actions](#) ou obligations.

Remarque : to hedge signifie couvrir une position en prenant une autre position symétrique. Ceci ne signifie pas pour

autant que tous les hedge funds pratiquent des stratégies « sans risque » ; cela ne leur permettrait pas d'obtenir les performances dont ils se targuent.

Le métier des hedge funds est très technique et spécialisé, pratiqué généralement par des gérants expérimentés, indépendants et dont la fortune personnelle est souvent pour partie engagée dans le fonds. Les gérants sont généralement rémunérés sur les performances du fond.

Du fait de la non diversification des portefeuilles (choix d'une stratégie unique) et du recours éventuellement massif aux produits dérivés, les hedge funds échappent aux catégories traditionnelles de Mutual funds. C'est donc aussi un métier peu régulé : les hedge funds sont développés aux Etats-Unis et dans les zones dites « offshore ». Un hedge fund se spécialise généralement dans une stratégie alternative précise, c'est pourquoi il en existe autant de sortes que de stratégies alternatives.

Les hedge funds attirent des investisseurs fortunés et avisés, par les perspectives de résultats qu'ils offrent, quelle que soit la tendance globale des marchés.

## Les fonds de fonds alternatifs

On attend d'un hedge fund qu'il se spécialise sur une stratégie et s'y tienne avec constance : c'est une question de transparence, et un des risques lié à l'investissement dans les hedge fund est justement un changement de style de gestion non avoué (« style drift »), si la stratégie annoncée au départ n'apporte pas les résultats escomptés.

Les performances des hedge funds sont très variables ; d'autre part la [volatilité](#) étant souvent élevée, l'investisseur peut souhaiter se porter vers un fonds offrant des perspectives à long terme moins avantageuses, mais avec plus de stabilité, ce qui lui permet de sortir à tout moment du fonds.

C'est pourquoi les fonds de fonds alternatifs ont été créés. Les capitaux collectés sont investis par le gérant dans un éventail de fonds alternatifs, répartis sur toutes les stratégies connues. Contrairement à ce qu'on pourrait croire il ne s'agit pas seulement de créer une sorte de « melting pot » de fonds, puis de laisser faire les gérants de chaque fonds. Un véritable travail de recherche et d'ingénierie financière est requis pour sélectionner les gérants, évaluer les risques et choisir la répartition des actifs entre les différents fonds.

Une caractéristique de la courbe de rendement d'un fonds de fonds alternatif, par rapport à la courbe de croissance du marché, est que le fonds de fonds ne « prend » jamais toute la hausse en période de croissance, mais limite la baisse au capital investi dans les périodes de crise.

## Ailleurs sur le Web

Jusqu'à il y a peu, on ne trouvait pas de ressources francophones didactiques dignes d'intérêt sur le web concernant les hedge funds, sauf évidemment Fimarkets! La Banque de France vient de remédier à cela en publiant une "somme" sur le sujet, sous forme d'un numéro complet de la très sérieuse "Revue de la stabilité financière". Ce [Numéro spécial hedge funds](#) est téléchargeable gratuitement sur le site de la BdF.

On trouvera également des articles en anglais fort intéressants sur les sites suivants:

- The hedge funds association: <http://www.hedgefundassoc.org/>
- HedgeCo.net: <http://www.hedgeco.net/>
- Magnum funds: <http://www.magnum.com/>

---

Auteur: [Françoise Caclin](#), fondatrice de Fimarkets, consultante et formatrice.

## Les « hedge funds », des leviers très controversés, mais indispensables

Tout d'abord, éclaircissons le terme :

« To hedge » en finance, signifie « couvrir des positions de marché » en utilisant des instruments financiers en risque symétrique.

Pour faciliter ces techniques, les dérivés sur marchés organisés ou OTC ont été étendus à tous les

compartiments d'investissements classiques :

- Devises,
- Taux : Obligataire et Monétaire,
- Actions et Indices,
- Matières premières et agricoles.

Les « hedge funds » ont alors dévoyé l'utilisation initiale, en imaginant des stratégies de combinaison de ces produits à effet de levier très fort, afin de tirer des profits immédiats sur les imperfections des marchés (arbitrage) et sur l'amplification des phénomènes spéculatifs.

Les premiers hedge funds sont apparus dans les années 1950, avec pour caractéristiques la performance et la discrétion ; depuis, leurs volumes se sont considérablement développés avec les facilités technologiques, la déréglementation et la mondialisation de la finance ; les critères sont les suivants :

- émission sur des places off-shore peu ou pas réglementées,
- titres non cotés, seulement négociables en gré à gré,
- utilisation illimitée des ventes à découvert,
- stratégies alternatives,
- mise en place des effets de leviers ( dérivés...)
- commissions de surperformance pour les gérants,

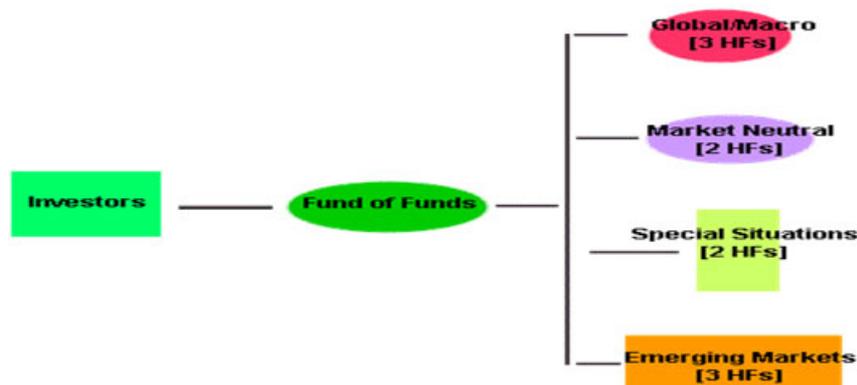
La définition de la SEC (Autorité des Marchés US) est révélatrice des risques associés :

« *Private and unregistered investment pool that employed sophisticated hedging and arbitrage techniques to trade in the corporate equity markets. Hedge funds have traditionally been limited to sophisticated, wealthy investors* ».

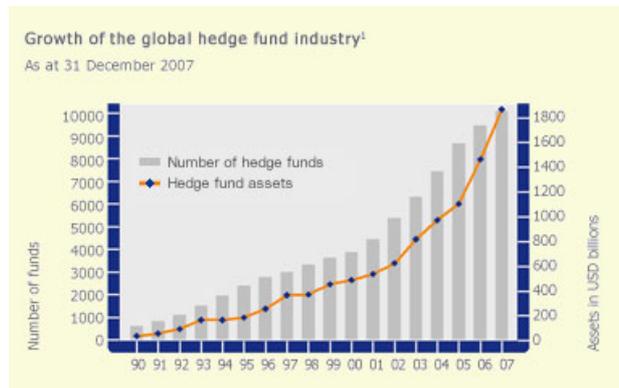
Les investisseurs sont de plusieurs types :

- banques d'affaires,
- grandes fortunes,
- capitaux propres des gérants alternatifs,
- et surtout, d'autres fonds dits « fonds de fonds » et nourriciers ; ces derniers ont entre autre été les victimes du système Madoff ( même s'il a été avéré que les hedge funds finaux de Madoff étaient en réalité fictifs).

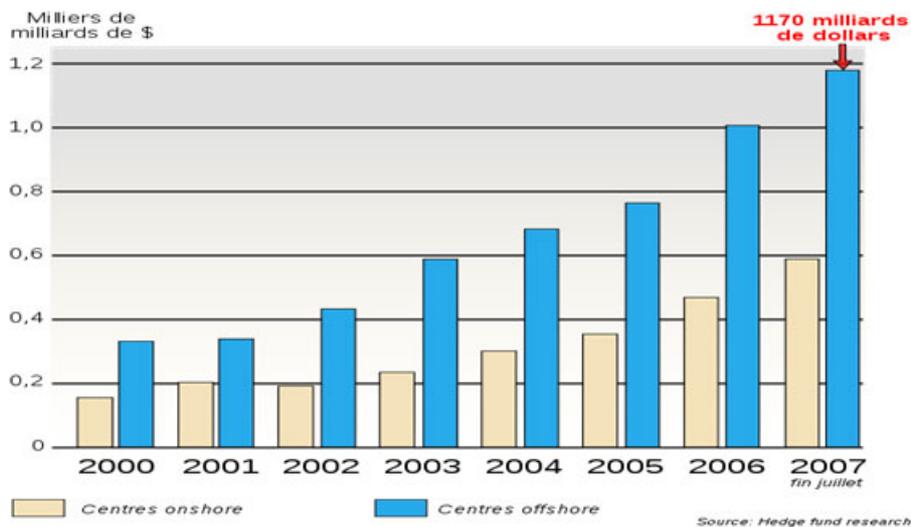
Les stratégies sont souvent construites autour de fonds diversifiés investis à leur tour dans des fonds spécialisés par type d'anticipations ; les schémas extraits du site [cperformance.com](http://cperformance.com) illustrent le sujet :



Les deux graphiques illustrent l'explosion des encours gérés jusqu'à la crise des subprimes :

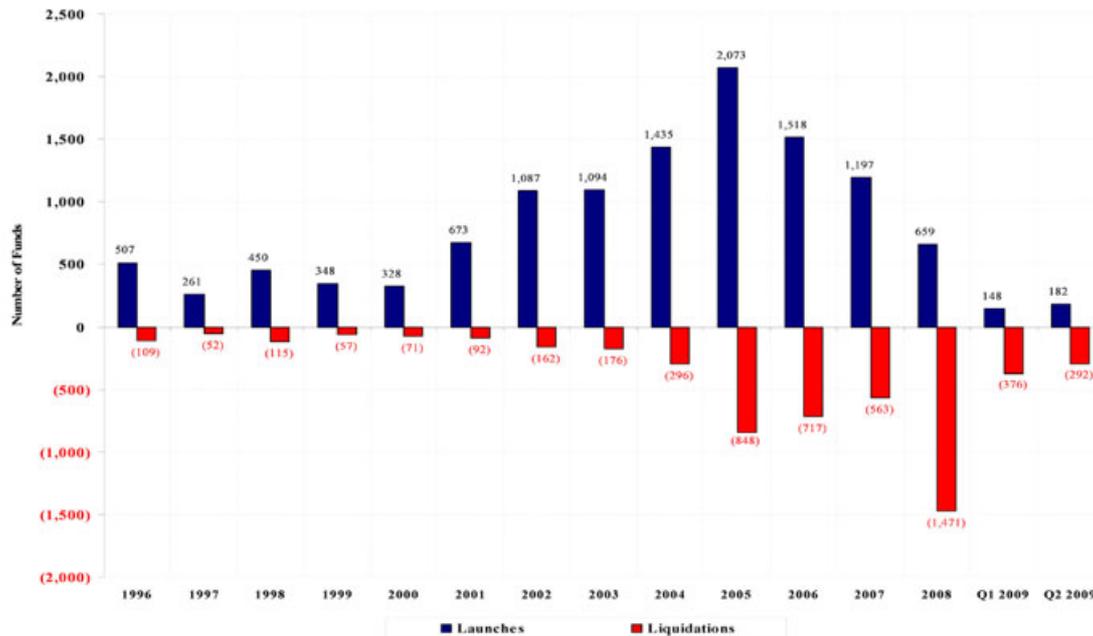


Si l'on intègre le critère des places financières réglementées (centres « on-shore ») pour les fonds alternatifs, on arrive aux chiffres suivants (graphique extrait du site [Hedge Fund Research](http://Hedge Fund Research)) :



Du fait de leur peu de transparence et de liquidité et de leur implantation dans les paradis fiscaux, ils ont été accusés d'être à l'origine, puis d'avoir amplifié la crise financière, par des ventes à découvert massives ou des emprunts de titres, et le recours spéculatif aux produits dérivés: options, futures ou contrats de gré à gré.

Mais la chute des valeurs des actifs financiers, combinés aux phénomènes d'illiquidité ont en réalité provoqué la faillite de nombreux hedge funds ( en rouge ci-dessous, graphique extrait du site [Hedge Fund Research](http://Hedge Fund Research)) :



Ceci nous conduit à lister les risques liés à ces supports :

- risque systémique: c'est-à-dire le risque de déstabilisation généralisée des marchés financiers résultant de la défaillance d'un *hedge fund* de grande taille ou de la défaillance en chaîne de *hedge funds* d'importance moyenne ;
- risque d'abus de marché: c'est-à-dire les éventuelles manipulations de cours et les délits d'initiés ;
- risque opérationnel avec une mauvaise valorisation d'actifs illiquides et complexes.

Depuis deux ans, le G20 s'est donc attaché à encadrer ces acteurs hybrides :

- accroître la transparence notamment sur le niveau d'endettement auquel ils ont recours pour financer leur activité,
- disposer d'un agrément pour lever des fonds ou effectuer des transactions,
- adopter des règles de fonds propres, et en conséquence plafonner l'effet de levier,
- respecter des règles strictes d'organisation et de fonctionnement,
- encadrer les rémunérations de leurs opérateurs de marché,
- développer les pouvoirs de contrôle et de sanction avec les autorités nationales.

Concernant l'UE, la réglementation européenne en projet avec l'UCITS V prévoit des réductions plus draconiennes en matière d'endettement, des limites aux rémunérations liées aux actifs à risque et une transparence complète :

- ces mesures seront d'application à l'intérieur de l'Union Européenne pour tous les fonds non-Européens qui lèvent des capitaux au sein de l'Union, ou qui se financent en Europe ;
- le nouveau « [passeport européen](#) » des sociétés de gestion imposera les mêmes obligations que celles que l'Europe impose à ses propres fonds, et notamment l'interdiction de ventes à découvert « nues » (sans emprunts préalables des titres ainsi cédés).

La Directive AIFMD (Alternative Investment Funds Managers Directive) prévoit :

- la mise en place d'un cadre sûr et harmonisé à l'échelon de l'UE,
- le contrôle des risques liés aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs,
- un régime spécial d'agrément et de surveillance juridiquement contraignant pour tous les gestionnaires gérant des fonds alternatifs dans l'UE (indépendamment de leur domiciliation),
- un visa préalable sur les qualifications appropriées pour offrir des services de gestion de fonds alternatifs
- des informations détaillées sur l'activité envisagée : identité et caractéristiques des fonds alternatifs gérés, leur gouvernance (y compris les modalités de délégation de services de gestion), les dispositions pour l'évaluation et la garde des actifs et les systèmes de soumission d'informations obligatoires :
- politique d'investissement (exposition, performance, gestion des risques),
- description des types d'actifs et le recours au levier (supervision par l'[ESMA](#)),
- politique de remboursement dans des circonstances normales et exceptionnelles,
- procédures d'évaluation, de dépôt, d'administration et de gestion des risques,
- niveau des frais, charges et commissions associés à l'investissement.

Adoptée en avril 2010 par le Conseil Européen, puis ratifiée en novembre 2010 par le Parlement, son entrée en vigueur est prévue en 2013 et déjà sa révision en 2015 !

Notre avis : les hedge funds qui ont survécu aux crises Subprimes et Madoff ont encore de beaux jours devant eux... ce qui les sauve, c'est que, paradoxalement, ils restent des acteurs incontournables de la liquidité des marchés.

Auteur: Philippe Martinet, pour [Groupe Novencia](#), cabinet de conseil, ingénierie et intégration au service des marchés financiers.

## Les organismes d'assurance

**L**es organismes d'assurance sont des acteurs majeurs sur les marchés financiers en tant qu'investisseurs institutionnels (marchés actions, marchés obligataires et monétaires, ...).

### Les différents organismes d'assurance en France

Organismes d'assurance	Description
Compagnie d'assurance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cadre juridique de référence : Code des assurances</li> <li>• Régulateur : ACP</li> <li>• Mode de gouvernance : Conseil d'administration avec actionnaires</li> <li>• Produits distribués : prestation financière pour la prévoyance / santé / retraite / épargne</li> </ul> <p>L'assurance est un service qui consiste à fournir une prestation prédéfinie, généralement financière, à un individu, une association ou une entreprise lors de la survenance d'un risque, en échange de la perception d'une cotisation ou prime.</p> <p>Par extension, l'assurance est le secteur économique qui regroupe les activités de conception, de production et commercialisation de ce type de service.</p>
Mutuelle	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cadre juridique de référence : Code de la Mutualité</li> <li>• Régulateur : ACP</li> <li>• Mode de gouvernance : Assemblée Générale et Conseil d'Administration avec des membres élus par les adhérents</li> <li>• Produits distribués : prestation financière pour la santé / prévoyance / retraite</li> </ul> <p>Les mutuelles en France agissent en complément de la Sécurité sociale obligatoire. Ainsi, les mutuelles proposent notamment des complémentaires santé et des complémentaires retraite.</p> <p>Une mutuelle santé se distingue d'une compagnie d'assurance sur plusieurs points :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le fonctionnement interne est égalitaire, il n'est pas lié à l'apport de capital : chaque adhérent possède une voix dans les délibérations (caractéristique de la société de personnes, à la différence de la société en participation de capital) --&gt; elle fonctionne grâce à l'entraide et à la solidarité de tous</li> <li>• Les fonds propres varient selon les cotisations</li> <li>• Le but non-lucratif : tout excédent est réparti au sein de la mutuelle entre les membres</li> <li>• Les cotisations sont indépendantes du risque individuel de l'adhérent : il n'existe pas de sélection selon l'état de santé de l'adhérent (le questionnaire médical est interdit). Cependant, le risque est parfois partiellement maîtrisé par la catégorisation de la mutuelle (mutuelle d'enseignants, de cadres, d'étudiants...).</li> </ul>
Compagnie de réassurance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cadre juridique de référence : Code des assurances</li> <li>• Régulateur : ACP</li> <li>• Mode de gouvernance : Conseil d'administration avec actionnaires</li> <li>• Produits distribués : assurances pour les sociétés d'assurances (vie, non-vie, dommages aux biens, responsabilité civile, etc.)</li> </ul> <p>Parfois appelée assurance secondaire, celle-ci ne peut pas exister sans l'étape préliminaire du transfert de risque que représente l'assurance primaire.</p> <p>« Le réassureur est l'assureur de l'assureur ». Il s'agit pour la société d'assurance (la cédante) de céder à une société spécialisée (le réassureur) un risque aléatoire (les conséquences d'un sinistre incendie, de la mort, d'un tremblement de terre, d'un naufrage) contre le règlement d'une prime de réassurance correspondant au risque transféré et au mode de transfert prévu dans le contrat de réassurance (le traité). La société d'assurance est alors appelée la cédante (ou assureur primaire) et elle effectue une cession auprès d'un ou de plusieurs réassureurs (l'assureur secondaire) par un contrat de réassurance (ou programme). Un contrat de réassurance existe sous de nombreuses</p>

	formes et peut couvrir une période donnée ou non, bien que la plupart des contrats de réassurance aient une période de validité d'un an.
Institution de prévoyance (IP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cadre juridique de référence : Code de la Sécurité Sociale</li> <li>• Régulateur : ACP</li> <li>• Mode de gouvernance : Conseil d'administration paritaire (syndicats employeurs et syndicats salariés)</li> <li>• Produits distribués : contrats d'assurance de personnes à caractère collectif, c'est-à-dire dans le cadre exclusif de l'entreprise ou la branche professionnelle</li> </ul> <p>Il existe plus de soixante institutions de prévoyance en France, elles couvrent plus de 11 millions de salariés contre les risques : maladie, incapacité de travail et invalidité, décès.</p> <p>Il existe trois types d'institutions de prévoyance :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les institutions professionnelles :</li> </ul> <p>Elles sont créées par une convention collective ou par un accord collectif. Elles recouvrent soit une branche professionnelle, soit une profession, soit une catégorie professionnelle.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les institutions interprofessionnelles :</li> </ul> <p>Ce sont les représentants des entreprises et des salariés qui créent ce type d'institution. Elle peut intervenir dans plusieurs entreprises, branches et professions.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les institutions d'entreprise :</li> </ul> <p>Elles sont issues de la conclusion d'un accord collectif ou d'une convention au sein de l'entreprise.</p>
Institution de retraite supplémentaire ou complémentaire	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cadre juridique de référence : Code de la Sécurité Sociale</li> <li>• Régulateur : ACP</li> <li>• Mode de gouvernance : Conseil d'administration paritaire (syndicats employeurs et syndicats salariés)</li> <li>• Produits distribués : retraite complémentaire</li> </ul> <p>Une retraite complémentaire est une pension attribuée en complément des retraites servies par le régime de base de Sécurité sociale.</p> <p>Tous les salariés, quelle que soit leur activité professionnelle, doivent être affiliés à une institution de retraite complémentaire.</p> <p>Il existe deux régimes de retraite complémentaire :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ARRCO pour les salariés</li> <li>▪ AGIRC pour les cadres</li> </ul>

## Les réformes réglementaires et fiscales

➔ Le décret 2008-468 a instauré au niveau national:

- la mise en place d'un dispositif permanent de contrôle interne
- la transmission à l'ACP d'un rapport de contrôle interne, préalablement approuvé par le conseil d'administration ou de surveillance

➔ La réforme réglementaire européenne Solvabilité II vient compléter (à horizon 2014) cette première étape au travers de 3 piliers:

• **Pilier I : Les exigences quantitatives**

- Provisions techniques
- MCR\* et SCR\*
- Actifs autorisés

• **Pilier II : Les exigences qualitatives**

- Contrôle interne
- Gestion des risques
- Harmonisation des procédures

• **Pilier III : La discipline de marché**

- Coordination de l'information
- Transparence
- Publication et communication

\* MCR : Minimum Capital Requirement

\* SCR : Solvency Capital Requirement

➔ L'entrée en fiscalité des mutuelles et des institutions de prévoyance (progressivement à compter du 1er janvier 2012)

Si vous souhaitez avoir de plus amples informations sur les organismes d'assurance : [contact@icg-conseil.com](mailto:contact@icg-conseil.com)

---

Auteur: [ICG Conseil](#), cabinet de conseil en organisation spécialisé sur le secteur Banque-Finance-Assurance et les process RH.