

**AVIS EMIS SUR L'ARTICLE
FRAIS DE GESTION VARIABLES
PARU DANS L'AGEFI ACTIFS N°405
DU 10 JUILLET 2009**

**Écrit et publié le 30 juillet 2009
Mise à jour 11 août 2009**

A l'attention de Monsieur Franck Joselin

Cher Monsieur,

Je pense que dans votre article très complet paru dans Agefi actifs du 10 au 16 juillet, il eut été intéressant, à la lumière de la dernière crise financière, d'approfondir la notion de la liquidité des « performances » annoncées.

La valeur liquidative telle qu'elle est mesurée actuellement est tout, sauf un indicateur cohérent de performance.

Comme l'écrit fort justement Monsieur Sellam, commissaire aux comptes, « *elle ne prend pas en compte la taille des actifs sur laquelle a été générée la performance* ».

Quel crédit accordé à une valeur liquidative qui n'est pas liquide ?

Dans la situation actuelle, en aucun cas et dans aucune configuration, elle ne peut être un axiome.

Comment peut-on encore soutenir que la valeur liquidative mesure bien la performance d'un fonds ?

Dans votre article, il est évoqué à juste titre « l'égalité des porteurs de parts qui doit être préservée » et le fait que « les systèmes de frais doivent empêcher les manipulations ».

Comment assurer l'égalité des porteurs de parts lorsque l'on annonce des valeurs liquidatives non liquides (et non réalisables) pour ne fusse qu'une petite partie d'entre eux ?

Pour rappel, le cours de cotation nous apporte comme seule certitude, celle que l'évaluation des titres non vendus n'aurait pu se faire qu'à une valeur

inférieure à ce cours puisqu'il n'y avait plus d'acheteurs aux cours de référence le jour de la cotation.

Comment dans ces conditions parler de surperformance ou sous-performance alors que la performance elle-même n'existe pas pour la très grande majorité des porteurs de parts ?

Diminuer les frais fixes pour des raisons commerciales et les remplacer par des frais variables (lorsqu'ils sont perçus) en actant d'une différence de gestion est tout simplement fallacieux.

Sur le sujet de la liquidité, il est à constater que, tout comme votre excellente revue, de plus en plus de personnes commencent à mettre en exergue les incohérences actuelles tant sur les cotations, que sur l'image (liquidité et sécurité optimales pour tous) que certains ont donné au monétaire.

Comme l'explique Monsieur Paul-Henri de la Porte du Theil, Président de l'AFG dans Le Monde du 18 mai 2009 « *Dans la gestion, nous avons focalisé sur le couple rendement-risque en oubliant la liquidité qui semblait aller de soi. L'effet de ciseau entre un passif qui décolle et un actif illiquide peut être très douloureux ».*

Il faut reconnaître à Monsieur Paul-Henri de la Porte du Theil, un grand sens du service de l'état pour assumer une situation qui ne lui est due en rien.

Madame Pauline Hyme et Monsieur David Bourguelle, chercheurs en finance à l'Institut d'administration des entreprises de l'université de Lille, dans « Les Echos » du 29 07 09 « La reconnaissance des failles de la liquidité amène in fine à un tout autre remède que celui de la nécessaire transparence des marchés financiers. Leur utilité sociale ne peut aller de pair avec une liquidité boursière pléthorique. Une fois considérés les dégâts qu'elle peut provoquer, l'urgence semble bien plutôt d'en restreindre drastiquement son champ d'action »

Vendre aux investisseurs des performances irréalisables et en faire des outils de la financiarisation, est-ce encore acceptable aujourd'hui ?

Vendre aux investisseurs des performances irréalisables et en faire des outils de rémunération, est-ce encore acceptable aujourd'hui ?

Utiliser ces performances irréalisables pour en faire des comparatifs commerciaux, est-ce encore acceptable aujourd'hui ?

Se limiter à des raisonnements mathématiques simplistes et auto-réalisateurs, est-ce encore acceptable aujourd'hui ? ...

Monsieur André Orléan (directeur de recherche au CNRS, directeur à l'École des hautes études en sciences sociales (EHSS), membre du laboratoire Paris-Jourdan Sciences économiques) écrit dans la revue « L'économie Politique » n°43 de juillet 2009 : « *C'est l'incapacité des marchés financiers à produire une estimation correcte de la valeur des actifs qui est la cause essentielle des déséquilibres actuels* », « *il faut revenir sur la primauté absolue accordée à la liquidité financière* ».

Hier, l'intérêt public pouvait dicter à certains de se taire.

Cela, je le comprends aisément.

Mais aujourd'hui, avec l'expérience que nous venons de vivre (krach financier, crise politique, crise sociologique, crise économique, extrême endettement des États pour « relever » les marchés financiers), le silence est-il encore possible ?

Actuellement, le fait que le calcul des valorisations ne tienne pas compte des volumes, nous apportent certaines réalités.

Parmi celle-ci :

- les valorisations sont irréalisables mêmes pour la minorité des investisseurs. Dans ce contexte, est-il normal de se servir de la valeur liquidative comme base (auquel on rajoute ou non d'autres éléments) pour calculer des frais variables rétribuant la gestion ?
- la valeur liquidative ne peut pas constituer une base loyale pour le calcul de frais variables perçus par le gestionnaire.

Certes il n'y a pas, sauf erreur de ma part, de solution miracle, mais rester sur les paradigmes qui ont participé à la crise que nous venons de connaître signifierait que nous transformerions un aveuglement collectif coupable en volonté clairement affichée de spoliation des épargnants et, comme nous venons de le connaître, d'affaiblissement systémique des États à terme.

Monsieur Gonzague de Blighnières dans « Le Figaro » du 11 août 2009 écrit : « *Le spéculateur financier investit ou se retire sur la base du crédit qu'il accorde à la qualité de l'information : interprétation des cours de bourse, publicité des banques ... Si cette information se dégrade, le ressort de la confiance est brisé.* »

ET SI,

Regarder les cours sans analyser les volumes était une faute coupable ?

Tirer profit de cette faute coupable était un vol ?

Utiliser cette faute coupable pour distiller une fausse information était un abus de confiance ?

Je ne peux que marquer mon étonnement sur l'affirmation que « dans les jeunes fonds, il est souvent facile de miser sur des opérations sûres et gagnantes ». Les fonds de faible taille ont comme principale caractéristique que contrairement aux fonds plus importants les performances offrent un meilleur potentiel de réalisation du fait d'une meilleure adéquation au volume échangé. Mais de là à oser cette affirmation !

Il est écrit « la méthode basée sur la seule progression de la valeur liquidative reste cependant applicable sur un fonds sans grandes variations de souscriptions rachats et à l'encours régulier » ?

En ce qui me concerne, je pense que ces fonds, bien souvent de taille très importante, sont justement les fonds qui offrent les plus grands risques de déstabilisations systémiques. Sans parler, comme nous venons de le voir, du fait qu'ils assurent aux porteurs de parts une information dénouée de toute faisabilité et de toute cohérence financière.

Ce phénomène de risques systémiques, nous le retrouvons auprès des fonds « stars ». Fonds très aisés à vendre par des revendeurs (ici, je ne parle pas des véritables professionnels) lorsqu'ils sont accompagnés par un comparatif de performances (très souvent faux), une publicité régulière de grande qualité marketing et de bonnes incentives (pour certains ce sont des galas, pour d'autres des voyages voire une voiture, ou une Harley Davidson...) !

A l'heure où il est très important pour la France de se situer dans le combat des places financières internationales, n'y a-t-il pas là une ouverture pour qu'elle devienne le pays ayant inventé les nouvelles bases d'une cotation financière plus juste, plus éthique et surtout plus respectueuse des critères ESG (Environnement, Social & Governance).

Je tiens à indiquer que je suis bien conscient de la nécessité d'une mise en application graduelle.

C'est pour cela que je propose, dès maintenant, que les médias ajoutent à la cotation actuelle, une cotation tenant compte des volumes échangés. Concernant cette deuxième cotation, j'ai fait des propositions dans mon écrit « Changement de système de cotation » du 2 octobre 2008.

En ce qui concerne les OPCVM, la deuxième cotation tiendra compte d'un indice de liquidité du portefeuille.

Ex : Indice de liquidité à une semaine, un mois et trois mois et d'en faire une moyenne pondérée.

Lorsque l'on réfléchit en termes de liquidité à la situation actuelle, la chaîne de Ponzi n'est pas loin, et peut-être mêmeMadoff.

A la lumière de ce que nous venons de connaître, est-ce encore acceptable tant pour nous que pour les Etats ?

Je ne doute pas que la qualité et l'impartialité de l'information que vous donnez dans votre revue, verra mes propos repris dans une prochaine édition.

Avec tous mes remerciements.

Cordiales salutations

Christian Piré.

[Suivi de cet article](#)

Jérôme Batout, maître de conférences à Science po, dans « La Tribune » du 24 février 2010 en page 13 :

Article intitulé : La crise entre trouble des valeurs et malaise dans la valeur.

« Quelle perspective peut-on tracer d'une crise non pas d'évaluation mais de valorisation ? Il nous faut prendre conscience que si la crise de valorisation se révèle par la finance, la finance n'est que le signe avant-coureur, l'indicateur avancé, d'une crise de valorisation qui contamine de jour en jour des compartiments de plus en plus large de l'espace social des démocraties libérales globalisées. Il ne faut pas avoir peur de l'écrire : la crise financière ne se sépare pas d'une crise politique, dont on perçoit à présent les prodromes. Cette situation, qui ne doit pas nous réjouir, appelle ainsi un projet d'ampleur, et nouveau pour les modernes, qui tient à une réflexion sur ce qui pourrait – après une théorie de la valeur économique qui a rendu de bons et loyaux services au XX siècle – donner aux sociétés et aux individus modernes le moyen, dans les différentes sphères de leur action pratique, de formuler des repères de valorisation qui forment les conditions préalables – transcendantales dirait-on dans le langage philosophique – en l'absence desquelles aucune action d'évaluation et aucune production de valeur ne sont véritablement possible. »

Georges PAUGEY, Directeur général du Crédit Agricole, dans « Les Echos » du 28 septembre 2009 : *« Le risque systémique était totalement sous-estimé avant la crise financière, comme beaucoup d'autres risques, tels que la liquidité »*

Monsieur Claude BEBEAR, président d'honneur d'Axa, dans La Tribune du 25 août 2009 : *« Cela n'a aucun sens de comptabiliser dans l'instant une valeur de marché qui ne reflète pas la valeur des actifs. Cela accélère la formation de bulles ou la production de krachs sans donner une image fidèle des entreprises. Il faut aussi réglementer les agences de notation dont les notes ne sont pas suffisamment transparentes et lisibles. Cela frise parfois la malhonnêteté. »*

Discours de Monsieur Le Président de la République, Doha le 29 novembre 2008 : *« Face à cette crise, il y a deux attitudes. La première consisterait à continuer comme avant, sans tirer aucune leçon des erreurs du passé. La seconde consiste à faire de cette crise sans précédent, une opportunité pour changer le monde »*