

# LA LETTRE DE L'OEE

## L'OEE approfondit ses réflexions sur les tendances de la gestion d'actifs en Europe

### The OEE's reflections on savings's trends in European asset management

Philippe Trainar, qui représentait jusqu'à présent la Fédération Française des Sociétés d'Assurances au Conseil d'Administration de l'OEE, a rejoint une société de réassurance comme Chief Economist. Je saisis l'occasion pour le remercier du soutien indéfectible qu'il a apporté à notre association depuis l'origine. Je souhaite la bienvenue à son successeur, Jérôme Cornu, qui reprend les fonctions de trésorier de l'OEE.

L'OEE apporte chaque année à ses membres une grande quantité de données et d'études pointues, à la fois grâce aux travaux qu'il confie à des chercheurs par une procédure d'appels d'offres internationaux, et par le retour d'expérience de sa propre filiale OEE Etudes, qui travaille pour des intermédiaires financiers et des institutions internationales, au premier rang desquelles la Commission Européenne.

L'article de Raphaëlle Bellando résume l'une de ces recherches récemment livrées à l'OEE, sur la « relation d'agence » entre les investisseurs et les gérants. L'étude dirigée par les Professeurs Raimond H. Maurer et Olivia S. Mitchell s'attache quant à elle à définir le profil que devraient avoir les produits de rente pour servir au mieux les intérêts de leurs souscripteurs.

Les deux nouveaux appels d'offres de l'OEE portent cette année, l'un sur l'impact de la réglementation sur l'allocation d'actif des épargnants, l'autre sur les facteurs structurels qui façonneront dans les dix prochaines années les produits d'épargne et les services dont les Européens auront besoin. L'Europe des services financiers de détail tarde à devenir réalité, mais l'intégration européenne semble aujourd'hui progresser par la multiplication des acquisitions transfrontières de plusieurs grands intermédiaires. Ces études devraient leur être utiles.

OEE Etudes, désormais présidée par le représentant de la Société Générale, Guy Laloum, s'est vue quant à elle confier par la Commission Européenne une recherche sur le surendettement en Europe. OEE Etudes a constitué pour ce faire un consortium avec les meilleurs experts de cette question en Europe, à l'Université de Bristol au Royaume-Uni et au CEPS, un centre de recherche européen réputé, basé à Bruxelles.

Enfin, je veux signaler les efforts importants réalisés à l'instigation de l'AFG, de l'Institut Europlace de Finance et du groupe Inquire Europe, pour faire bénéficier les chercheurs européens d'un système de diffusion de données économiques et financières, comparable au « Wharton Research Data Services » de l'Université de Pennsylvanie. OEE Etudes a réalisé l'étude de faisabilité de ce projet, dont la réussite ne pourrait qu'être favorable à la compétitivité de l'Europe financière.

## éditorial

Jacques de Larosière

*Philippe Trainar, who represented until now the French Federation of Insurance Companies (FFSA) on OEE Board, joined a Reinsurance Company as Chief Economist. I would like to thank him for the faithful support he gave to the OEE since its creation. I welcome his successor, Jérôme Cornu, who will be the new treasurer of the OEE.*

*The OEE supplies each year to its members a great quantity of information and specialised studies, thanks to the work the association confides to researchers by a process of international calls for tenders, and thanks to the experience feedback of its own subsidiary OEE Etudes, who works for financial intermediaries and international institutions, of which the most important one, the European Commission.*

*The first article, written by Raphaëlle Bellando, summarizes one of these researches recently submitted to the OEE, about the "Agency relationship" between investors and asset managers. The second study directed by Professors Raimond H. Maurer and Olivia S. Mitchell defines the profile annuity products should have to serve at best subscribers' interests.*

*The two new invitations to tenders of the OEE this year focus on: the first one, the impact of regulation on asset allocation of savers, and the other one, structural factors likely to shape in the next ten years saving products and services Europeans might need. The Europe of retail financial services is a long time coming, but European integration seems to progress by the multiplication of transnational acquisitions of several large Intermediaries. These studies will certainly be of use to them.*

*OEE Etudes, from now on presided by the representative of Société Générale, Guy Laloum, is in charge of a research about overindebtedness in Europe, delegated by the European Commission. OEE Etudes then formed a consortium with the best experts in this subject in Europe, from the Bristol University (United-Kingdom) and from the CEPS, a renowned European centre for research in Brussels.*

*Finally, I would like to point out that important efforts have been initiated by AFG, the Europlace Institute of Finance and Inquire Europe, so that European researchers can benefit from a system of diffusion providing economic and financial data, such as "Wharton Research Data Services" of the University of Pennsylvania. OEE Etudes realized a feasibility study of this project, of which success might be in favour of the European financial competitiveness.*

1

**La délégation de gestion par les investisseurs institutionnels**

*Portfolio Management Delegation*

7

**Comment utiliser la rente dans le cycle de vie des épargnants?**

*Money in Motion: Dynamic Portfolio Choice in Retirement*

9

**Pôle de compétitivité/ Projet de Bases de données**

*Competitiveness Pole / Database project*

12

**Appels d'offres et Rapports**

*Calls for tenders and Reports*

14

**La recherche de Pioneer Investments en 2007**

*Research of Pioneer Investments in 2007*

15

**La conférence du DG Statistiques de la BCE à la Banque de France**

*Conference of the DG Statistics of the ECB at the Banque de France*

17

**"Entretiens de l'assurance"**

*Jacques de Larosière*

18

**A propos de l'OEE**

Un rapport sur la gestion déléguée d'actifs financiers a été réalisé à la demande de l'OEE par une équipe de chercheurs du Laboratoire d'Economie d'Orléans [1]. L'enjeu de cette recherche est important, puisqu'il s'agit de chercher à comprendre de quelle façon la gestion d'actifs déléguée, en plein développement, affecte les comportements des investisseurs financiers, et a des conséquences sur le fonctionnement des marchés financiers. Le rapport apporte une description systématique et complète de la chaîne de délégation qui relie entre eux les différents acteurs. Le choix a été fait de porter une attention particulière à la relation d'agence entre les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion. La théorie de l'agence s'intéresse de façon très générale à la relation qui se noue entre une partie (le principal) qui délègue une tâche et une autre partie (l'agent) chargé de la réaliser moyennant rémunération. Dans un contexte d'incertitude, cette relation fait apparaître des asymétries d'information : le principal n'est pas en mesure d'observer les compétences et le niveau d'effort de l'agent. Il cherche alors à mettre en place un contrat de rémunération optimal qui lui donne un meilleur contrôle de l'agent et en particulier de son niveau d'effort. Dans le cadre de la gestion d'actifs, la question fondamentale est d'analyser comment la façon dont les investisseurs sélectionnent, rémunèrent et contrôlent les sociétés de gestion, affecte les allocations de portefeuille.

La littérature théorique et empirique la plus récente en ce domaine nous indique que le contrôle de la société de gestion par l'investisseur est un problème sensiblement plus complexe que celui de la relation principal-agent habituelle. Ici, la performance ne peut être un indicateur de la qualité (de la compétence) et de l'effort propres au gérant. D'une part, parce que celui-ci a la possibilité de jouer simultanément sur deux paramètres (la rentabilité et le risque du portefeuille) ce qui brouille ou complique l'évaluation. D'autre part, parce qu'il peut se borner à répliquer les évolutions du marché ou les choix de portefeuille de ses concurrents. En conséquence, le gestionnaire peut être incité à prendre des risques excessifs pour augmenter sa performance, ou au contraire, à se réfugier dans des comportements mimétiques. De sorte qu'il n'existe pas de contrat simple de rémunération comme c'est le cas dans les problèmes plus classiques de principal-agent. La fonction de rémunération ne suffit généralement pas à aligner les intérêts de la société de gestion sur les préférences de l'investisseur (en termes de rendement et de risque). Il peut en résulter des décisions d'allocation excessivement risquées, destinées à masquer des résultats (en termes de rentabilité) décevants. Pour compléter le système d'incitations, il faut au moins lui adjoindre une contrainte d'allocation ou une surveillance des risques.

Partant de ce constat théorique, le deuxième temps de la recherche a consisté à observer comment, dans la pratique, il est possible d'analyser les relations de délégation qui sous-tendent la gestion institutionnelle.

[1] Ce rapport a été réalisé par une équipe composée de Raphaëlle Bellando, Françoise Le Quéré, Franceline Mercurelli, Jean-Paul Pollin, Sébastien Ringuedé, Linh Tran Dieu et Anne-Gaëlle Vaubourg.

A report on Portfolio Management Delegation has been realized at OEE's request, by a team of researchers of the Economics Laboratory of Orleans [1]. The stake of this research is important, because we try to understand in which way portfolio management delegation, rapidly expanding, affects financial investors' behaviour, and has an impact on the functioning of financial markets. This study includes a systematic and complete description of this delegation chain that links all different actors. A choice has been made to analyse carefully the Agency relationship between institutional investors and investment management companies. The Agency theory takes an interest in the relationship formed by one part (the principal), who delegates a task and another part (the agent) in charge of realising that task for a fee. Under uncertainty, this relation brings to light information asymmetries: the principal cannot measure the agent's abilities and efforts. Hence, he tries to set up an optimal remuneration contract which gives him a better control over the agent and particularly over his efforts. Concerning asset management, the issue is to analyse how the way investors select, pay and control investment management companies, affects portfolio allocation.

The most recent theoretical and empirical literature in this field highlights that the issue of investors' control over Investment Management companies is more complex than the issue of the usual principal – agent relationship. Here, the performance is not an indicator of quality (relative to competence) and of the manager's efforts. First, because the latter can play on both sides (yield and portfolio risk) which hinders assessment. Then, because he can limit his actions by following market trends or competitors' portfolio choices. Therefore, the manager may be encouraged to take excessive risk to increase his performance, or to adopt mimetic behaviours. Consequently, a simple remuneration contract no longer exists, unlike the case of principal – agent more classical problems. The remuneration function is not sufficient to align Investment Management companies' interests with investor preferences (in terms of return and risk). This can generate allocation decisions extremely risky, in order to hide deceiving results (in terms of return). To complete the incitement system, we should add an allocation constraint or risks surveillance.

Hence, the second phase of our research consisted in observing how, in practice, it is possible to analyse delegation relationships that subtend Institutional Management.

[1] This report was realized by a team composed by Raphaëlle Bellando, Françoise Le Quéré, Franceline Mercurelli, Jean-Paul Pollin, Sébastien Ringuedé, Linh Tran Dieu and Anne-Gaëlle Vaubourg.

Nous avons donc choisi d'interroger les professionnels de l'industrie de la gestion institutionnelle, en France et dans cinq pays européens. Le travail s'est déroulé sous la forme d'entretiens approfondis auprès de 42 sociétés de gestion (dont 29 françaises), de 7 consultants et de 3 investisseurs institutionnels. Ce travail d'enquête a permis d'obtenir une description très détaillée de la chaîne de délégation, de la diversité des intervenants, de la façon dont sont conclus les contrats, de leur contenu et de leurs modalités de contrôle.

Ces éléments factuels ont une vraie pertinence. Il est clair que la délégation de gestion d'un investisseur institutionnel à un gérant telle qu'elle est présentée dans la littérature recouvre mal la réalité de la gestion des encours institutionnels. Ainsi les investisseurs institutionnels peuvent choisir de gérer leurs fonds en interne, d'opter pour une gestion déléguée auprès d'une de leurs filiales, et dans certains cas seulement de privilégier la gestion par une société de gestion indépendante. Les modalités d'incitation des gérants sont dès lors très dissemblables.

De plus, la littérature théorique pose la question de la relation d'agence entre investisseurs institutionnels et gérants en confondant le plus souvent la personne physique, le gérant, et la personne morale, la société de gestion. Or dans la pratique, cela recouvre deux types de mécanismes de rémunération très différents. Le premier concerne la rémunération de la société de gestion par l'investisseur institutionnel, et le second concerne les sociétés de gestion elles-mêmes, qui doivent définir en interne des mécanismes de rémunération incitatifs pour leurs gérants. La sous-délégation est encore plus évidente lorsque l'investisseur institutionnel s'adresse à une société de gestion alternative proposant de la gestion de fonds de fonds.

Par ailleurs, et en amont de la relation de délégation étudiée, le rapport insiste sur la nécessaire prise en compte de la structure interne et des contraintes des investisseurs institutionnels. Ceux-ci se voient confier des fonds par d'autres agents, par exemple des cofinanciers lorsqu'il s'agit de caisses de retraite. La nature des engagements pris par les investisseurs institutionnels vis-à-vis des investisseurs finals a nécessairement des implications qui se traduisent par des contraintes de performance et de contrôle des risques imposées par les investisseurs institutionnels eux-mêmes à leur gérant.

La complexité de cette chaîne de délégation renforce nécessairement la difficulté évoquée au niveau théorique de faire émerger un contrat optimal reliant la rémunération du gérant à la performance. Le contrôle de la performance par des mécanismes de rémunération est dans les faits beaucoup plus dilué.

S'agissant des formes de rémunération de la société de gestion par l'investisseur institutionnel, le travail d'enquête révèle que le contrat de rémunération comporte la plupart du temps une part fixe. Cette partie fixe peut être complétée par une partie variable dont l'importance dépend essentiellement du type de gestion pratiqué. Il est intéressant de noter qu'il existe une différence sensible entre les gestions traditionnelle et alternative.

We chose to interrogate industrial professionals of Institutional Management, in France and 5 other European countries. Interviews of 42 Investment Management companies (of which 29 are French), 7 consultants and 3 Institutional investors were organized. This inquiry allowed us to get a detailed description of the delegation chain, actors diversity, the way contracts are concluded, their content and methods of control.

Those facts are relevant. It clearly appears that management delegation by an Institutional investor to an asset manager as it is presented in the literature, does not truly reflect the reality of Institutional asset management. Thus, Institutional investors can decide to manage their assets internally, to delegate asset management to their subsidiaries, and in some cases only, to choose an independent Investment Management company. Incitement methods for asset managers are hence very different.

Moreover, theoretical literature rises the issue of the Agency relationship between institutional investors and asset managers but confuses most of the time, the individual (the manager) and the legal entity (the Investment Management company). In practice, this represents two remuneration mechanisms, really different. The first one concerns the remuneration of the Investment Management company by the Institutional investor whereas the second one concerns Investment Management companies which need to define internally incitement remuneration mechanisms for their asset managers. Sub-delegation is even more obvious when an Institutional investor deals with an alternative Investment Management company which manages funds of funds.

Furthermore and upstream from the delegation relationship we studied, the report insists on taking into account the internal framework and constraints of Institutional investors. Indeed, other agents, such as subscribers to pension funds, confide funds to them. The nature of engagement taken by Institutional investors towards final investors has necessarily effects which turn into performance constraints and risk control, imposed by Institutional investors to their asset manager.

The complexity of the delegation chain enforces the difficulty (at the theoretical scale) to create an optimal contract linking the asset manager's remuneration with performance. Performance control by remuneration mechanisms is in fact more complex.

Concerning remuneration of the Investment Management company by the Institutional investor, inquiry results highlight that remuneration contract is generally constituted by a fixed part that can be completed by a variable part which importance depends mostly on the kind of management. It is interesting to note that a difference remains between traditional management and alternative management.

Dans le premier cas, la rémunération est généralement peu indexée sur la performance, parce que l'on veut éviter d'inciter à une prise de risque excessive ; tandis que dans le second cas, l'importance des asymétries d'information pousse, au contraire, à accroître l'incitation à l'effort du gérant, et donc à accepter davantage le principe des commissions à la performance [2]. De manière générale, la part reliée à la performance peut sembler réduite. Toutefois l'enquête révèle que les investisseurs institutionnels privilégient de plus en plus ce type de rémunération, étant devenus plus sensibles à la question de la performance. De plus, il apparaît que la relation de la rémunération à la performance ne doit pas seulement se mesurer sur le court-terme en restreignant l'analyse à la seule question de la rémunération. Les effets de réputation liés aux performances passées, bien qu'agissant davantage à moyen-long terme ont une incidence sur le montant des capitaux collectés, et donc sur les commissions obtenues.

Au sein des sociétés de gestion, l'enquête montre que les contrats de rémunération des gérants comportent une part fixe et une part variable, mais que la répartition entre les deux composantes est très hétérogène dans la pratique. La composante variable de la rémunération peut être élevée dans certains cas, ce constat étant à nouveau lui-même dépendant du type de gestion, mais aussi des pratiques locales. De surcroît, même lorsque cette part variable de la rémunération est importante, elle n'est pas uniquement liée à la performance du portefeuille, elle intègre d'autres paramètres, de sorte qu'au final le lien entre rémunération et performance est assez ténu.

Il reste que ce n'est pas principalement la rémunération qui constitue dans la pratique la variable de contrôle des sociétés de gestion par les investisseurs institutionnels. Dès lors que la fonction de rémunération se révèle insuffisante pour aligner les préférences des gérants (en termes de rendement et de risque) sur celles de l'investisseur, d'autres mécanismes de contrôle des gérants peuvent être mis en place afin de compléter le système d'incitations. C'est sous cet angle que l'on peut analyser la sophistication croissante de la relation de délégation. Les investisseurs institutionnels semblent disposer désormais d'une meilleure maîtrise de cette relation : la délégation de la gestion de leurs encours aux gérants, passive et de proximité, telle qu'elle se pratiquait avant les années 2000 semble révolue. A présent, les choix d'allocation, la sélection des fonds et des gérants, ou le contrôle des performances et des risques s'effectuent de manière plus structurée. En dépit des écarts de maturité de la gestion institutionnelle selon les pays ou le type d'actifs considérés, la généralisation des appels d'offre, le recours à des consultants, l'accroissement des exigences en matière de reporting aussi bien en termes de performance que de dispositifs de contrôle des risques, attestent de ces évolutions. Les exigences accrues vis-à-vis des sociétés de gestion s'appliquent par ailleurs d'autant plus que le contexte devient particulièrement concurrentiel dans l'industrie de la gestion européenne.

In the first case, remuneration is most of the time slightly indexed to performance so that excessive risks can be avoided, whereas in the second case, the importance of information asymmetries make the asset manager increase his efforts and agree more easily on the principle of performance fees [2]. Usually the part linked to performance seems to be small. Nevertheless, the inquiry shows that institutional investors more and more prefer that kind of remuneration, being themselves more sensitive to performance. Moreover, the relation between remuneration and performance should not only be measured in the short run by narrowing the analysis to the sole issue of remuneration. Although reputation (owing to previous performance) impacts more in the medium-long run, its effects on the amount of capital collected and hence on the commissions obtained.

Among Investment Management companies, the inquiry shows that remuneration contracts of asset managers have a fixed part and a variable part, but the repartition between the two is very heterogeneous in practice. The variable component of the remuneration may be really high in some cases, depending on the kind of asset management, and on local practices. Moreover, even when the variable part of the remuneration is important, it is not only linked to portfolio performance so that at the end the link between remuneration and performance is thin.

In conclusion, remuneration is not the main component (in practice) of the control tool over investment management companies by institutional investors. As soon as the remuneration function is not sufficient to align asset managers' preferences (in terms of return and risk) on investors' preferences, other mechanisms to control asset managers can be set up in order to complete the incitement system. From this point of view, we can analyse the increasing sophistication of the Delegation relationship. From now on, institutional investors seem to have a better control of this relationship: management delegation of their assets to asset managers, passive and of proximity, as it was practiced before 2000 seems to be over. Now, allocation choices, selection of funds and asset managers, or control of performances and risks, are carried out in a more structural way. Despite the institutional management maturity gap between countries or types of asset, the generalization of invitations to tenders, resorting to consulting, increasing requirements for reporting in terms of performance and risk control mechanisms as well, show these evolutions. Stronger requirements relative to investment management companies apply all the more because the European management industry is becoming more competitive.

[2] Il s'agit le plus souvent de commissions calculées comme un pourcentage de sur-performance du portefeuille par rapport à un indice de référence. Ces commissions rémunèrent les sur-performances, elles sont donc asymétriques.

[2] Most of the time, the issue at stake is that fees are calculated as a percentage of over-performance of the portfolio relative to an index of reference. These fees remunerate over-performance, thus they are asymmetric.

Ce travail d'enquête a permis de parvenir à une meilleure connaissance factuelle de la relation d'agence entre investisseurs institutionnels et sociétés de gestion, des problèmes qu'elle pose et des solutions mises en place pour y faire face : quels que soient les pays étudiés, l'étude met en évidence le mouvement vers une convergence des pratiques et une plus grande professionnalisation des acteurs depuis le début des années 2000. Le rapport apporte une confirmation de la complexité et de la sophistication grandissante de la relation de délégation, qui pourrait traduire une meilleure prise en compte des enjeux de la délégation par l'industrie de la gestion, sans que l'on puisse pour autant conclure à l'existence de solutions optimales. Il subsiste en effet des arbitrages incertains entre contrôle des risques et performance, des conflits d'intérêts au niveau de certains acteurs ou entre certains d'entre eux...

Mais comme toute étude qualitative, elle présente des limites qui tiennent à la fois à l'impossibilité de mesurer l'importance et la significativité de certains effets (par exemple, l'impact des formes de rémunération sur les comportements), ainsi qu'à la difficulté de vérifier la pertinence et la généralité des réponses obtenues. Pour les mêmes raisons, les résultats de l'enquête ne permettent pas d'apporter de réponse quantitative suggérant l'existence d'une solution optimale au problème posé par la relation d'agence et identifié par la littérature théorique. Nous sommes toutefois tentés de rejeter l'hypothèse de prises de risque excessive de la part des sociétés de gestion pour le compte d'investisseurs institutionnels. Ce point de vue s'appuie sur l'observation de la tracking error qui mesure le risque relatif d'un fonds par rapport à son benchmark. Les investisseurs institutionnels déterminent en quelque sorte la marge de manœuvre donnée au gérant afin que celui-ci puisse déployer un effort pour augmenter la performance, tout en le gardant d'une prise de risque excessive. Or il est apparu à certaines périodes que les gestionnaires ne mettaient pas suffisamment à profit la tracking error<sup>3</sup> convenue pour réaliser des investissements plus rentables, ce qui traduit plutôt une insuffisante prise de risque des gérants. De même, les résultats de l'enquête amènent à douter de la réalité de comportements mimétiques (au sens strict du terme), chez les gérants. Si le phénomène existe, il n'est pas dû à la relation d'agence (à la délégation de gestion), mais plutôt à des sur-réactions, des effets de mode... qui amènent à se focaliser, à un moment donné, sur certains types de produits, styles de gestion ou catégories d'actifs. Il est d'ailleurs intéressant de noter que l'engouement pour certains types d'actifs ou de styles de gestion, s'observe parfois simultanément dans plusieurs pays européens. En d'autres termes, le mimétisme serait plutôt le fait des investisseurs finals, relayés, il est vrai, par une politique commerciale active de la part des institutions financières, qui suscite ou amplifie les évolutions de la demande.

De plus, ces observations faites sur la relation entre investisseurs institutionnels et sociétés de gestion ne se transposent pas nécessairement à la relation entre particuliers et OPCVM. A ce niveau, le contrôle ne peut prendre que des formes indirectes puisqu'il ne peut se faire de façon bilatérale pour des raisons évidentes.

[3] Il faut préciser que cette tendance semble plutôt en recul: nos entretiens ont révélé un mouvement global d'augmentation de l'utilisation de la tracking error sur la période récente.

*This inquiry work helped to better understand the Agency relationship between Institutional investors and Investment Management companies, the problems created by this relation and the solutions set up to deal with these problems: whatever country we analysed the study pointed up a convergence of practices and a better professionalisation of the actors since the beginning of the 2000s. The report confirms an increasing complexity and sophistication of the delegation relationship, that could indicate a better appraisal of delegation stakes by the Management industry, without concluding that optimal solutions exist. Indeed, uncertain trade-off between risk control and performance; and conflicts of interests between some actors still remain.*

*Like any other, a qualitative study has limits because it is impossible to measure importance and significativeness of some effects (for instance, the impact of remuneration types on behaviours) and because it is very difficult to verify the relevance of each answer. For the same reason, the inquiry outcome does not allow us to give a quantitative answer that suggests the existence of an optimal solution to the problem raised by the Agency relationship and identified by theoretical literature. However, we tend to reject the hypothesis of "excessive risk taking" by Investment Management companies. This point of view stands on the observation of the tracking error, which measures the relative risk of a fund in comparison with its benchmark. Institutional investors determine the room for manoeuvre given to the asset manager so that he can make efforts to increase his performance, while not taking too many risks. But it appeared in some periods that asset managers did not take enough advantage of the agreed tracking error [3] to realize more profitable investments, which shows insufficient risks taken by asset managers. The inquiry outcome makes us even doubt reality of asset managers' mimetic behaviours. If this phenomenon exists, it is not due to the Agency relationship (Management Delegation) but to over-reactions, effects of fashion ... that make us focus on some types of products, management styles or asset categories. In fact, infatuation for some kind of assets or management styles may be seen simultaneously in several European countries. In other words, imitation would rather come from final investors, relayed by an active marketing policy made by financial Institutions that accentuates demand evolutions.*

*Otherwise, these observations on the relation between Institutional investors and Investment Management companies are not the same as in the case of the relation between Households and UCITS. At this level, control can only be indirect because it cannot be exerted in a bilateral way for obvious reasons.*

[3] We need to precise that this trend seems to be on the decline: our interviews revealed that the use of the tracking error was globally increasing in recent years.

C'est donc principalement en sens inverse des souscriptions (ou en sens inverse des liquidations) de parts d'OPCVM aux performances réalisées et aux classements en tout genre, qui sert de mécanisme incitatif. C'est pourquoi, dans un troisième temps, on a cherché à quantifier certains des mécanismes repérés au plan théorique et dans l'observation de terrain. On notera que le champ de ce travail économétrique ne recouvre pas celui de l'enquête, puisqu'il ne se focalise plus seulement sur la relation entre investisseurs institutionnels et sociétés de gestion. L'étude porte, en effet, sur tous les OPCVM actions (dont la grande majorité est à destination de la clientèle des particuliers) et la gestion sous mandat, à laquelle recourent parfois les investisseurs institutionnels, n'est pas concernée. Le contrôle exercé sur les gestionnaires est donc d'une autre nature, et sans doute plus imprécis.

Selon la littérature empirique, on observe dans les pays Anglo-saxons une relative inertie dans la sélection des différents fonds par les particuliers. Plus exactement, il apparaît que les fonds sous-performants ne sont pas vraiment sanctionnés par des réductions sensibles de leurs capitaux gérés (liées à des rachats de parts) ; tandis que les fonds sur-performants bénéficient effectivement de souscriptions supérieures à la moyenne. La rémunération d'un gérant est de ce fait une fonction non linéaire (convexe) de ses performances relatives. Ce phénomène serait à l'origine d'une compétition entre fonds pour attirer de nouveaux investisseurs, dans laquelle l'asymétrie entre les gains et les pertes attendus pourrait être à l'origine de prises de risque spécifiques. Selon l'hypothèse dite du tournoi, les gérants des fonds les moins bien placés en cours d'année auraient une incitation à modifier la composition de leur portefeuille en fin d'année, de façon à en accroître l'exposition au risque. Dans le même temps les gérants des fonds les plus performants adopteraient des positions plus conservatrices afin de conserver leur rang. Cette hypothèse a toutefois été remise en cause par des travaux empiriques récents : dans les pays Anglo-saxons, il semble que les fonds les plus performants réagiraient à la tentative de rattrapage de leurs challengers en augmentant de façon plus marquée leur niveau de risque. Certains travaux donnent à penser que ce phénomène serait accentué lorsque la conjoncture des marchés financiers est favorable. Dans cette situation en effet, l'enjeu du tournoi (le flux total d'investissements nouveaux sur le marché de la gestion déléguée) devrait être plus important, et donc la compétition plus vive. Dans la troisième partie du rapport, nous cherchons à vérifier l'existence de tels comportements dans le cas français.

Depuis 1999, tous les OPCVM de droit français déclarent la composition de leur portefeuille-titres à la Banque de France au dernier jour de chaque trimestre. Le fichier qui nous a été fourni donne la photographie du portefeuille-titres de tous les fonds actions ayant existé au cours de la période 1999-2004, et nous informe pour chaque titre sur sa nature, son poids dans le portefeuille, son bêta et le taux de croissance de son prix. Pour chaque trimestre nous disposons par ailleurs d'une mesure de la rentabilité du fonds. Nous repérons en premier lieu pour chaque année, les 20% des fonds les plus performants, et les 20% des fonds les moins bien classés en terme de rentabilité au cours des trois premiers trimestres. Nous distinguons par ailleurs deux grands types de configurations de marché selon la tendance du CAC 40 au cours du troisième trimestre:

Mainly, UCITS subscription sensitivity (or conversely liquidation) to previous performance and to all kinds of rankings is used as incitement mechanism. That is the reason why in the third time, we tried to measure some mechanisms analysed theoretically and observed on the ground. The field of this econometric work does not cover the inquiry work, because it goes beyond the analysis of the relationship between Institutional investors and Investment Management companies. Indeed, the study deals with all Equity UCITS (most of them are retail funds) but management under mandate that some Institutional investors use is not concerned. The control exerted over asset managers is consequently different in nature and undoubtedly more imprecise.

According to empirical literature, we observe in Anglo-Saxon countries a relative apathy of Households when selecting different funds. More precisely, it appears that sub-performing funds are not really punished by sharp decrease of their assets under management while over-performing funds indeed benefit from higher subscriptions than the average. Remuneration function of the asset manager is consequently a non-linear (convex) function of his performance. This phenomenon would be at the origin of a competition between funds to attract new investors, in which asymmetry between gains and losses expected could explain specific risk taking. According to the match hypothesis, funds managers that are not high ranked during the year would be inclined to modify portfolio composition at the end of the year in order to increase risk exposure. In the mean time, most performing funds managers would adopt more conservative positions so as to keep their rank. This hypothesis is however subject to questioning by recent empirical work: in Anglo-Saxon countries, it seems that the most performing funds would react to this catching-up attempt of their competitors by rising risk level more sharply. Some research presents that this phenomenon would be accentuated when financial markets trends are favourable. In that situation indeed, match's stake (total new investments flow on the market of management delegation) would be more important and competition more intense. In the third part of our report, we try to verify the existence of such behaviours in France.

Since 1999, all French UCITS have been reporting the composition of their securities portfolio to the French Central Bank on the last day of each quarter. That file is a picture of securities portfolio of all Equity funds that existed during 1999 and 2004, and informs about the nature of each security, its share in the portfolio, its beta and the growth rate of its price. Otherwise, for each quarter, we dispose of a measure of the funds profitability. First we analyse for each year 20% of the most performing funds and 20% of the worst performing funds in terms of return during the three first quarters. Moreover we distinguish two types of market configurations according to CAC 40 trends during the third quarter:

les années de baisse (2000 à 2002), et les années de hausse (1999, 2003 et 2004). Nous tentons ensuite en croisant les deux critères retenus (performance ou conjoncture de marché) de caractériser les prises de risque en fin d'année des fonds actions français qui seraient liées à la compétition que se mènent les fonds pour attirer de nouveaux souscripteurs.

**N**ous avons montré tout d'abord qu'il ne semble pas y avoir de déformation de la structure par grands types de risque des portefeuilles en fin d'année : il n'y a pas par exemple de variation systématique du poids des liquidités dans le portefeuille total pour les différentes configurations retenues. Nous observons ensuite le niveau de risque systématique de la composante actions des portefeuilles, mesuré par son bêta moyen. Il semble exister des effets de type tournoi : en période de baisse des marchés, les fonds les moins bien placés en début d'année accroissent leur niveau de risque, tandis que les fonds les plus performants le stabilisent. A l'opposé, ce sont les meilleurs fonds qui augmentent le plus leur niveau de risque en période de marchés haussiers. Ce mouvement s'explique en particulier par la rotation du portefeuille : ils achètent dans ce cas des titres dont le bêta est significativement plus élevé que ceux des titres vendus au cours du dernier trimestre.

**C**es résultats nous paraissent à la fois intéressants et très prometteurs. Il ressort que, même si cette influence est assez complexe, il existe bien un jeu entre prise de risque et performances passées. Cela confirme empiriquement les enseignements des modèles évoqués dans la première partie du rapport. Les conséquences des comportements ainsi observés pourraient être importantes parce qu'elles tendent à faire supporter aux investisseurs finals des risques imprévus (ou insoupçonnés). Mais aussi, parce qu'ils pourraient engendrer des distorsions dans les prix d'actifs, au moins durant certaines périodes de l'année. Ces conclusions montrent qu'il est probablement nécessaire de prendre des mesures correctives visant à améliorer l'information dont disposent les particuliers sur les caractéristiques effectives de leurs investissements, afin qu'ils puissent mieux connaître les risques qu'ils prennent (ou qu'on leur fait prendre) et contrôler leur évolution de façon plus précise.

**A**u total, les différents aspects de cette étude tentent d'apporter des éclairages nouveaux et utiles pour comprendre le fonctionnement et les conséquences de la gestion d'actifs déléguée. En réalité, les mécanismes mis en évidence possèdent souvent des effets contradictoires : le contrôle plus étroit exercé sur les sociétés de gestion permet de mieux contenir les risques, mais il peut conduire à une excessive focalisation sur le court terme et à une réduction des arbitrages possibles, de même que la course à la performance peut engendrer des ajustements brutaux sans pour autant que cela ne traduise des écarts aux fondamentaux. En ce domaine, il reste beaucoup à faire pour décrire et analyser les comportements des acteurs de ce secteur, en particulier dans le cas français. Nous pensons que les informations recueillies à l'occasion de cette recherche, ainsi que les réflexions qu'elles ont suscitées, devraient aider à progresser dans cette direction.

decreasing years (2000 to 2002) and increasing years (1999, 2003 and 2004). Then, by crossing two criteria (performance and market trend), we try to characterize risk taking behaviours of Equity funds at the end of the year, linked to competition between funds to attract new subscribers.

**F**irst we proved that seemingly there is no change in the structure of portfolios at the end of the year in terms of type of risk exposure: for instance, there is no systematic variation of cash proportion in portfolio even with different configurations. Then, we looked at that systematic risk level of the Equity component of portfolios, measured by its average beta. It appeared that "match" effects exist: in decreasing markets, the worst ranked funds at the beginning of the year increase their risk level, while performing funds are stabilizing. By contrast, the best funds raise more their risk level in increasing markets. This trend is explained in particular by the portfolio rotation: in that case, they buy securities of which beta is significantly higher than the beta of securities sold during the preceding quarter.

**T**hese results appear interesting and really promising. Even if influence is relatively complex, a game between risk taking and previous performance exists. This confirms empirically the conclusions of models quoted in the first part of this report. The impact of observed behaviours could be of great importance because they tend to make final investors bear unexpected and undoubted risks. But also because they could generate distortions in assets price, at least during some period of the year. These conclusions show that it is probably necessary to take correcting measures in order to improve information at the disposal of retail investors about effective characteristics of their investments, so that they better appraise the risks they take (or the risks taken for their account) and control their evolution more precisely.

**F**inally, different aspects of this study tried to give new and useful information to better understand the functioning and consequences of investment management delegation. In reality mechanisms highlighted in this report have opposite effects: narrower control of Investment management companies permits to contain risks, but can lead to an excessive focus on the short run and to reducing arbitrage possibilities; as well performance run can generate brutal adjustments not resulting from fundamentals gaps. In this area, a lot of work still needs to be done to describe and analyse actors behaviours of this sector, notably in the case of France. We think that the information we gathered for this research and the thoughts they incited, should help to progress in that direction.

## Comment utiliser le rente dans le cycle de vie des épargnants ?

Par Wolfram J. Horneff, Raimond H. Maurer, Olivia S. Mitchell, and Michael Z. Stamos

Nous reproduisons ci-dessous la conclusion de l'étude de Wolfram J. Horneff, Raimond H. Maurer, Olivia S. Mitchell, and Michael Z. Stamos intitulée « Money in Motion: Dynamic Portfolio Choice in Retirement ».

L'OEE a apporté son soutien financier à la réalisation de cette étude, dans le cadre de son appel d'offres de 2005, centré sur la question des produits financiers nécessaires pour assurer la retraite. Deux autres recherches soutenues par l'OEE sont en cours sur des sujets proches : une étude de Michael Haliassos, Dimitri Christelis et Dimitris Georgarakos sur le profil d'investissement des épargnants âgés, et une étude de Theo Nijman et Bas Koijen sur l'allocation dynamique d'actifs avec le risque d'annuité.

Un séminaire aura lieu à Paris le 2 juillet 2007 avec Raimond H. Maurer et Olivia S. Mitchell pour présenter leur recherche. Ce séminaire sera l'occasion d'un échange entre chercheurs et professionnels de l'épargne sur la question des produits financiers avec sortie en rente.

## Conclusions

Ceux qui travaillent dans le but de gérer efficacement leur argent pendant leur retraite, cherchent à bénéficier de la rentabilité du marché des capitaux tout en ne survivant pas à leurs fonds. Cet article montre comment les rentes avec annuité peuvent favoriser la gamme de choix de portefeuille du retraité en prenant en compte le Stochastique ainsi que les bénéfices des actions à risque, particulièrement si les rentes variables peuvent être achetées de manière endogène. Notre travail va au-delà des études antérieures en permettant à l'investisseur d'annualiser graduellement; incorporer la décision d'annualiser signifie qu'il maintient les rentes et la santé financière simultanément et qu'il peut acheter des annuités supplémentaires au cours de sa retraite. Nous avons également endogénéisé la décision d'allocation de l'actif, à l'intérieur et à l'extérieur des rentes avec annuité. Et enfin, nous évaluons comment l'épargne pour la pré-retraite, le revenu ou encore le souhait de léguer affectent cette analyse.

Concernant la décision de localisation de l'actif, nous avons trouvé que l'utilité maximisante du retraité n'annualisera pas tous ses fonds à la retraite même s'il n'a pas la volonté de faire de donation. Ce résultat contraste avec les études antérieures qui suggéraient que les retraités sans objectif de legs allaient annualiser tout leur patrimoine. Par exemple, un investisseur modérément doté ayant une aversion modérée pour le risque maintiendra jusqu'à un quart de son patrimoine financier initial en actifs financiers jusqu'à la retraite ; par la suite, il retirera de ses fonds un peu plus pour réduire les obstacles de son temps restant de consommation. L'annualisation complète est reportée à environ l'âge de 80 ans au plus tard. Concernant la décision d'allocation d'actifs, il est intéressant de noter que le retraité, de manière optimale, investira une majorité de sa rente combinée et de son patrimoine financier en actions, avec la part d'actions se réduisant au cours de la retraite.

## Money in Motion: Dynamic Portfolio Choice in Retirement

By Wolfram J. Horneff, Raimond H. Maurer, Olivia S. Mitchell, and Michael Z. Stamos

We report here the conclusions of the study "Money in motion: Dynamic Portfolio Choice in Retirement", written by Wolfram J. Horneff, Raimond H. Maurer and Olivia S. Mitchell, and Michael Z. Stamos.

The OEE sponsored this study within the framework of the 2005 call for tenders, which focused on the issue of financial products needed to insure pensions. Two other researches supported by the OEE are currently in progress: one about investment profiles of the Elderly, realized by Michael Haliassos, Dimitri Christelis and Dimitris Georgarakos and the other one about dynamic asset allocation with annuity risk directed by Theo Nijman and Bas Koijen.

A conference will be held on July 2nd 2007 in Paris with Raimond H. Maurer, Olivia S. Mitchell so that they present their research. This seminar will be an opportunity to share points of view between researchers and savings professionals about financial products with sortie en rente.

## Conclusions

Those working to manage their money effectively in retirement seek to benefit from market returns while not outliving their funds. This paper shows how variable payout annuities can enhance the retiree portfolio choice set taking into account both stochastic mortality and risky stock returns, particularly if variable annuities can be bought endogenously. Our work advances prior studies by allowing the investor to annuitize gradually; endogenizing the annuitization decision means she holds annuities and financial wealth simultaneously and can buy annuities incrementally in retirement. We also endogenize the asset allocation decision both inside and outside the variable payout annuities. And finally, we assess how pre-retirement saving, income, and bequest motives affect the analysis.

Regarding the asset location decision, we find that the utility maximizing retiree will not all her funds at retirement, even if she has no bequest motive. This result contrasts with prior studies which suggest that retirees lacking a bequest motive will annuitize all their wealth. For example, a moderately risk averse and moderately endowed investor will hold up to one-quarter of her initial wealth in financial assets at retirement; thereafter, she will draw from this fund over time to smooth her consumption time path. Full annuitization is deferred to around age 80 at the latest. Regarding her asset allocation, it is interesting that the retiree will optimally invest a majority of her combined annuity and financial wealth in stock, with the stock fraction falling over the retirement period.

Nous montrons également que l'investisseur réagira à contre-cycle des tendances de marché, dans le but de rééquilibrer son allocation d'actifs. Par contraste, des études antérieures préconisant une approche « buy-and-hold » des rentes disent aux retraités de suivre une stratégie d'investissement pro-cyclique. Des changements de taux d'intérêt présumé (AIR: Assumed Interest rate) dans une fourchette raisonnable, a un impact relativement faible. Enfin, notre analyse du bien-être indique que le retraité, qui peut accéder aux rentes variables ou aux actions, évalue ceci avec une grande considération, à 40% du patrimoine financier initial.

Nos conclusions sont riches d'enseignement pour les retraités mais également pour les assureurs et les planificateurs financiers, puisque nous avons identifié un degré substantiel d'amélioration du bien-être du consommateur lorsqu'il accède aux rentes variables et aux actions cotées dans son portefeuille de retraite. Les législateurs des pensions à contribution définie et de comptes individuels de retraite peuvent incorporer les rentes avec annuité dans la retraite mixte comme un compromis attrayant entre les deux extrêmes: un plan de pure retraite d'un côté, et une annuité fixe de l'autre. Il est intéressant de noter que le Congrès Américain a récemment recommandé que les fonds de cycle de vie deviennent la norme pour la phase d'accumulation de la retraite des participants, mais il n'a pas précisé comment les fonds devraient être gérés après la retraite (Purcell, 2006). De même, le Commission présidentielle pour renforcer la Sécurité Sociale se concentre sur les moyens d'aider les travailleurs à accumuler des actifs, mais il reste silencieux à l'égard des moyens d'aider les retraités à gérer le processus de désaccumulation d'actifs (Cogan et Mitchell, 2003). Notre analyse implique que des méthodes intégrées pour financer la retraite offrent un potentiel énorme aussi bien aux managers de fonds qu'aux compagnies d'assurance pour capturer les 15 000 milliards \$ en marche des baby-boomers.

*We also show that the investor will react countercyclically with respect to stock market trends, so as to rebalance her asset allocation. By contrast, prior studies advocating a buy-and-hold approach to annuities tell retirees to follow a procyclical investment strategy. Changes in the AIR (within a reasonable range) have a relatively small impact. Last, our welfare analysis indicates that a retiree who can access variable annuities or stocks values this considerably, for a wealth equivalent amounting to as much as 40 percent of initial financial wealth.*

*Our findings are consequential for retirees as well as insurers and financial planners, we have identified a substantial degree of improvement in consumer wellbeing resulting from access to variable annuities and equities in the retirement portfolio. Policymakers and designers of defined contribution pensions and Individual Retirement Accounts can incorporate variable payout annuities in the retirement mix as an appealing compromise between the extremes of a pure withdrawal plan, on the one hand, and a fixed annuity, on the other. It is worth noting that the US Congress recently recommended that life cycle funds become the default for pension participant's accumulation, but it offered no guidance on how the funds should be managed after retirement (Purcell, 2006). Likewise, the President's Commission to Strengthen Social Security focused on ways to help workers accumulate assets, but it remained silent regarding ways to help retirees manage the asset decumulation process (Cogan and Mitchell, 2003). Our analysis implies that integrated methods to finance retirement offer enormous potential for both investment managers and insurance companies to capture the \$15 trillion of Baby Boomer money in motion.*

L'étude des comportements d'épargne et d'accumulation des agents économiques, ainsi que l'établissement des modèles et prévisions concernant l'évolution des marchés requièrent un nombre considérable d'informations. Lorsqu'elles ne sont pas inexistantes ou éparses au niveau national ou européen, les données sont la plupart du temps hétérogènes et de ce fait difficilement comparables. Ceci explique probablement qu'une bonne partie des recherches et publications des académiques européens utilisant des données empiriques, portent souvent sur les économies Anglo-Saxonnes, plus particulièrement celles des Etats-Unis.

L'information étant le nerf de la guerre dans les économies et systèmes financiers modernes, se donner les moyens pour disposer d'une structure (pourquoi pas issue d'un partenariat public/privé) chargée d'organiser et de mettre à disposition des utilisateurs des bases de données, micro- et macroéconomiques, actuellement dispersées au plan européen apparaît donc aujourd'hui comme une condition *sine qua non* pour affronter les défis de la mondialisation et la financiarisation des économies.

Au plan mondial, le marché de la vente de données économiques et financières est estimé à 18 Mds\$, dont 37% en Europe.

Le coût d'accès aux données financières et boursières, le temps passé à effectuer des recherches et la difficulté de constituer des bases de données homogènes sur de longues périodes constituent pour les entreprises du secteur financier un réel handicap. De même, la difficulté de mener des recherches empiriques dans le domaine financier freine la recherche universitaire dont les travaux, par voie de conséquence, irriguent insuffisamment le développement des opérateurs financiers.

Une illustration des lacunes en matière d'accès à l'information économique et financière est fournie par la difficulté qu'ont les institutions financières à recueillir des données pertinentes et cohérentes pour apprécier le comportement d'épargne des ménages européens. Cette difficulté est un frein au développement et à l'intégration des marchés financiers européens. Le Plan d'Action des Services Financiers (1999-2005) puis le Livre blanc sur les services financiers 2005-2010 [1] font d'ailleurs de la construction d'un marché financier européen intégré, ouvert, compétitif et efficace un axe majeur de la politique communautaire au service de la compétitivité et de l'emploi en Europe.

The study of savings behaviours and accumulation process of economic agents, and the study of the establishment of models and forecasts for markets evolution demand a considerable quantity of information. When they do exist and when they are not scattered at the national or European scale, data are most of the time heterogeneous and then they cannot be compared easily. This probably explains that the majority of academic researches and publications which use empirical data, deal with Anglo-Saxon countries, particularly with the United States.

Information is of great importance in modern economies and modern financial systems. In order to face globalisation, all possible means should be used to dispose of Data centre (including a public/private partnership) responsible for standardising and disseminating to all users micro and macroeconomic databases, presently scattered at the European scale.

Worldwide, the market of economic and financial data is estimated at \$ 18 billions, of which 37% in Europe.

The cost and time spent to get financial and stock exchange data, the time spend to do research, the difficulty to build homogeneous time Series over a long period, represent a real handicap for companies in the financial sector. Moreover, the difficulty to do empirical research slows down the academic research whose results, therefore, do not irrigate sufficiently the development of financial operators.

For instance, the deficiency relative to the access to economic and financial information may be illustrated by the difficulty Financial Institutions face to collect relevant and coherent data to assess savings behaviours of European Households. This difficulty acts as a brake upon development and integration of European financial markets. In the Financial Service Action Plan (1999-2005), and then in the "White Paper on Financial Services Policy" [1], the construction of an integrated, open, competitive and efficient financial European market is one of the major axis of the European policy concerning competitiveness and employment in Europe.

[1] Livre blanc disponible à l'adresse suivante:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_fr.htm)

[1] White Paper available to this address :  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_fr.htm)

Le pôle de compétitivité Finance et Gestion veut créer les conditions de mise en place de ce qu'on appelle aujourd'hui l'économie de la connaissance.

Ce projet est naturellement complémentaire des autres projets correspondant à cet axe de développement, en particulier celui de création d'un référentiel français et européen des OPCVM, également piloté par l'AFG dans le cadre du pôle de compétitivité, ou encore l'initiative de l'AFG en matière d'investissement socialement responsable et d'économie de la régulation.

Le projet s'inspire notamment des exemples américains du Wharton Research Data Service (WRDS) créé par l'Université de Pennsylvanie et du Chicago Research Securities Prices (CRSP) de l'Université de Chicago. Ces 2 centres reposent cependant sur des modèles différents : CRSP est un producteur de données à destination des académiques et WRSP est un site agrégateur donnant accès aux différentes bases de données.

Trois types de missions seraient affectés aux différentes composantes du projet :

- La première serait celle dite d'agrégateur, c'est-à-dire l'accès aux différentes bases portant sur des données européennes (exemple de Wharton) ;
- La seconde serait la production de bases de données européennes proprement dites ;
- La troisième serait la réalisation d'études à partir des données homogénéisées et comparables aux niveaux européen et mondial.

Le projet doit porter sur différents types d'informations :

- Données financières des entreprises,
- Données de marché,
- Indices,
- Fonds d'investissement
- Flux d'épargne

Si la priorité de l'agrégateur est de réunir et mettre à disposition les données et les bases existantes, afin de faciliter les travaux de recherche des universitaires et des professionnels, son rôle doit être également de promouvoir la standardisation de ces différents types d'information économique et financière : **standardisation** de toutes les bases de données et homogénéisation des paramètres d'identification.

Une autre plus-value de l'agrégateur sera de mettre à la disposition des utilisateurs une **documentation** complète sur chaque base de données proposée. La finalité est de simplifier l'usage des bases par le public cible et de répondre aux demandes ponctuelles des chercheurs.

Enfin, l'agrégateur cherchera à **mettre à jour des bases de données existantes** qui ont été établies et utilisées pour un thème précis de recherche. Cette mission s'appuiera en particulier sur un partenariat avec EUROFIDAI.

The competitiveness pole « Finance and Management » wants to create the conditions for what is called today « The Europe of Knowledge ».

Other complementary projects include the creation of a European reference database for UCITS, also directed by the AFG for the competitiveness Pole, or the AFG initiative relative to socially responsible investment and to the Economy of Regulation.

This project is inspired by two American examples : Wharton Research Data Service (WRDS) created by the University of Pennsylvania and Chicago Research Securities Prices (CRSP) of the University of Chicago. These centres are two different models : CSRP produces data for Academic users and WRSP is a tool that aggregates and gives access to existing databases.

Three types of goals would be assigned to different components of the project:

- The « aggregator »: giving access to various existing European databases (Wharton's role)
- The development of pan-European databases
- The third one would be the realization of studies using homogenized and comparable data at the European or world scale.

The project will concentrate on various types of information:

- Corporate finance Data
- Market Data
- Indices
- Investment Funds
- Saving flows

If the priority of the « aggregator » is to gather and put existing databases at users' disposal so as to facilitate research work of the academics and the professionals, its role should also be to promote the standardization of the various types of economic and financial information: standardization of all databases and homogenisation of identification parameters.

Another benefit from the « aggregator » would be to put a complete documentation on each database at users' disposal. The ambition is to make the use of databases as simple as possible for users and respond to punctual demands of researchers.

Finally, the « aggregator » will be in charge of updating existing databases, created and used for a precise theme of research. This mission will be managed by a partnership with EUROFIDAI.

L'organisation du projet doit être précisée et expertisée plus avant, en particulier sur l'articulation des missions qu'il est prévu de remplir via ce projet et des structures ou partenaires impliqués. A ce stade, il est envisagé de structurer le projet autour d'un noyau central, l'EFDC (European Financial Data Center) et de partenaires déjà fortement impliqués : l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE) qui est le promoteur de la composante à proprement parler « agrégateur » et l'Institut Européen des Données Financières (EUROFIDAI) engagé dans le développement de bases de données boursières européennes.

L'EFDC devrait avoir pour missions :

- d'assurer le rôle d'instance de concertation des partenaires privés et publics ;
- d'assurer la mission d'intégrateur des différentes bases de données en permettant l'accès via un site Web ;
- de promouvoir l'homogénéisation de ces différents types d'information économique et financière d'un pays à un autre ;
- de proposer la constitution de nouvelles bases de données et de faire un appel d'offres auprès des producteurs de données potentiels.

*This project must be more specified and appraised, particularly concerning the organization of the missions that this project should fulfil and of the framework or partners involved. To this point, we have considered to build this project within its core: EFDC (European Financial Data Centre), and partners already highly engaged: the OEE (European Savings Institute) who is the promoter of the « aggregator » component and EUROFIDAI (European Financial Data Institute) involved in the development of European Stock Market databases.*

**EFDC** should be in charge of the following missions :

- *the dialogue proceedings role between private and public actors;*
- *the integration of various databases and access through a website;*
- *the promotion of the standardisation of different economic and financial information between European countries;*
- *To propose the constitution of new databases and publish call for tenders for potential data producers.*

## ● Appel d'offres 2007 de l'OEE

L'OEE a soumis à appel d'offres la réalisation de projets de recherche européenne sur les thèmes suivants, choisis par son Comité d'Orientation:

*Thème 1:* Impact de l'évolution de la réglementation européenne sur l'Industrie de la gestion d'actifs et sur les comportements d'épargne des ménages

*Thème 2:* Facteurs probables de modifier les comportements d'épargne des ménages dans les dix prochaines années.

La limite de dépôt des projets est fixée au 30 mai 2007.

## ● Appel d'Offres de la Commission Européenne sur le surendettement

Un consortium dirigé par OEE Etudes, filiale de l'OEE, a été sélectionné par la Commission Européenne pour proposer une définition commune et opérationnelle du surendettement à l'échelle européenne. Les deux autres membres du consortium sont l'Université de Bristol et le CEPS à Bruxelles. En outre, un réseau de correspondants dans 19 pays européens sera mobilisé pour fournir des informations nationales détaillées. Outre la définition proprement dite du surendettement, cette étude comportera une analyse des facteurs de risque pouvant conduire au surendettement, et une base de donnée sur les dispositifs institutionnels de prévention et de traitement du surendettement, sur les principaux organismes en charge de cette question dans chaque pays de l'Union Européenne, et sur l'ensemble des indicateurs disponibles sur le nombre et le profil des ménages surendettés.

La conclusion de ce travail est prévue pour la fin 2007 et un séminaire ouvert à des experts internationaux sera ensuite organisé sur ce thème à Bruxelles avec la Commission Européenne.

## ● La gestion de portefeuille en France (Bilan 2006 de l'AFG)

Alain Leclair, Président de l'Association Française de la Gestion Financière et Pierre Bollon, Délégué général ont, au cours d'une conférence de presse, dressé le bilan de l'industrie de la gestion d'actifs pour l'année 2006 et fait le point sur les principaux chantiers et projets prévus pour l'année 2007. Approchant fin 2006 le cap des 2500 milliards d'euros, la gestion française a connu, pour la quatrième année consécutive, une progression à deux chiffres (+ 15%) tant pour la gestion collective (près de 1500 milliards d'euros, en hausse de 18%) que pour la gestion sous mandat (est. à + 10%). L'industrie française de la gestion a ainsi quintuplé en dix ans passant de 511 milliards d'euros en 1996 à près de 2500 milliards d'euros.

Communiqué de presse disponible à l'adresse suivante:  
<http://www.afg.asso.fr/upload/14/FichierPresse122.pdf>

## 2007 Call for tenders of the OEE

The OEE launched a call for tenders in order to conclude contracts for the realisation of European research projects on the following themes, selected by its Advisory Committee:

*Theme 1:* the Impact of the Evolving EU Regulation on the Asset Management Industry and on Individual Saving Behaviours.

*Theme 2:* Factors likely to impact savings behaviours in the next 10 years

The deadline for submission of projects is May 30<sup>th</sup> 2007.

## Call for tenders of the European Commission on overindebtedness

A consortium led by OEE Etudes, subsidiary of the OEE, was selected by the European Commission to propose a new common and operational definition of overindebtedness at the European scale. The two other members of the consortium are Bristol University and the Centre for European Policy Studies (CEPS) in Brussels. Moreover, a network of correspondents in 19 European countries will be actively integrated in this project to supply detailed national information. Besides the definition of overindebtedness, this study will include an analysis of factors of risk leading to overindebtedness and databases on institutional prevention and treatment plans of overindebtedness, on the main organizations in charge of this issue in each country of the European Union, and on available indicators of the number and profile of over-indebted Households.

The outcome of this work is planned for the end of this year and a conference with international experts will then be organized on this theme in Brussels with the European Commission.

## The French Asset Management Industry (Review of 2006 – AFG)

Speaking to the press, Alain Leclair, Chairman of the French Asset Management Association (AFG), and Pierre Bollon, Chief Executive Officer, looked back at the events of the past year and discussed the main projects and policy areas to be addressed in 2007. With nearly €2,500 billion of assets under management at year's end, the French asset management industry expanded 15 per cent in 2006, for its fourth consecutive year of double-digit growth.

Press release available at the following website:  
<http://www.afg.asso.fr/upload/14/Fichier2122.pdf>

## Tendances récentes dans l'industrie de la gestion d'actifs en Europe

L'OEE par l'intermédiaire de sa filiale OEE-Etudes et en collaboration avec le centre de recherche allemand ZEW a réalisé pour la commission Européenne la première partie d'une étude sur les tendances récentes de l'industrie de la gestion d'actifs en Europe. La deuxième partie de l'étude a été réalisée par le cabinet d'études anglais Oxera.

Cette première partie consistait principalement à élaborer une base de données sur l'industrie de la gestion d'actifs en Europe et à analyser les tendances récentes.

L'étude est disponible sur le site de la Commission Européenne avec le lien suivant :

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/expert-group/extstudies/report3.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/expert-group/extstudies/report3.pdf)

## Tableau de bord trimestriel de l'Épargne en Europe

En février 2007, l'OEE a publié le sixième numéro de son « Tableau de bord de l'épargne en Europe ».

Cette publication trimestrielle rassemble les données les plus récentes sur les placements financiers par types de produits, le recours au crédit et les investissements non financiers des ménages dans les cinq plus grand pays européens.

Sont traités, non seulement les agrégats d'épargne traditionnels issus des statistiques monétaires et de la Comptabilité Nationale, mais aussi les développements des marchés financiers et l'innovation financière. Chaque chapitre présente les tendances générales en Europe.

Le prochain numéro paraîtra en mai 2007.

Le Tableau de bord est disponible sur le site de l'OEE avec le lien suivant :

[http://www.oeefr/html\\_f/publi02.htm](http://www.oeefr/html_f/publi02.htm)

## Current Trends in the European Asset Management Industry

The OEE through its subsidiary OEE-Etudes and in collaboration with the German Centre for European Economic Research (ZEW) achieved for the European Commission the first part of a study on "Current Trends in the European Asset Management Industry". The second part of the study was realised by the British consultancy Oxera.

The aim of the first part of the project was to collect asset management (AM) related data and to analyse the current developments of the investment funds industry.

The study is available on the website of the European Commission with the following link :

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/ucits/expert-group/extstudies/report3.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/expert-group/extstudies/report3.pdf)

## Quarterly overview of savings in Europe

In February 2007, the OEE published the sixth issue of its "Overview of savings in Europe".

This quarterly publication gathers most recent data about households' financial investments in various types of products as well as data about their use of credit and their non financial investments. It covers the five biggest European countries.

In addition to the main traditional aggregates calculated on the basis of national accounts and monetary statistics, developments on financial markets and financial innovation are also included in the publication. Each chapter presents the main trends in Europe.

The next issue will be published in May 2007.

The Overview of savings in Europe is available on OEE's website with the following link:

[http://www.oeefr/html\\_e/publi02.htm](http://www.oeefr/html_e/publi02.htm)

• **Nouvelle enquête Pioneer Investments/UniCredit sur les comportements d'investissement dans le domaine financier**

• **La reconstruction des séries historiques des comptes financiers avec l'OCDE**

### L'enquête sur les ménages

Faisant suite à l'enquête menée en 2003, Pioneer Investments et UniCredit vont soumettre à partir du mois d'avril prochain, un nouveau questionnaire à environ 2000 clients du groupe.

Le site [www.savingsandwealth.com](http://www.savingsandwealth.com) présente un certain nombre d'analyses à partir des résultats de la première enquête, réalisées par Tullio Jappelli, Luigi Guiso, Guglielmo Weber, Agar Brugiavini ainsi par des économistes de la Banque d'Italie et de Pioneer Investments qui ont, en particulier permis de :

- Réaliser un complément à l'enquête de la banque d'Italie sur les ménages, en matière de qualité des portefeuilles et de quantification de la sous-estimation ou surestimation des patrimoines par les divers groupes de répondants,
- Encadrer la diversité des comportements en matière d'accès aux marchés, de recours au conseil, de qualité de la diversification en relation avec les variables sociodémographiques et la culture et l'information en matière financière,
- Introduire la composante des activités réelles dans l'évaluation du rapport rendement/risque des portefeuilles, et
- Traiter les thèmes du vieillissement et de la détermination de niveaux de vie soutenables, à la lumière des résultats empiriques.

Le nouveau questionnaire reprend du précédent questionnaire la référence aux données objectives en matière de détention d'actifs et de situation sociodémographique, mais se caractérise toutefois par les questions qui portent sur :

- La précision sur les actifs réels et le passif, de façon à obtenir un tableau des situations individuelles et de celles des ménages le plus global possible,
- La perception du risque,
- Les attentes en matière de rendement des différentes catégories d'actifs,
- L'impact du milieu d'origine sur les attitudes et les comportements,
- Le niveau de culture financière, et
- Les biais comportementaux

Nous espérons que le nouveau questionnaire nous permette de mieux appréhender comment les divers segments de la population font face aux défis du cycle de vie.

• **The New Survey of Pioneer Investments/UniCredit about investment behaviours in the financial field**

• **The reconstruction of Financial Accounts Time Series in collaboration with the OECD**

### The Survey on Households

After the Survey realised in 2003, Pioneer Investment and UniCredit will submit a new questionnaire to 2 000 clients of the Group from April 2007.

On [www.savingsandwealth.com](http://www.savingsandwealth.com), we report analyses of the first Survey, realized by Tullio Jappelli, Luigi Guiso, Guglielmo Weber, Agar Brugiavini, by Economists at the Bank of Italy and by Economists of Pioneer Investments, which permitted:

- To realize a complement to the Survey of the Bank of Italy on Households, concerning the quality of portfolios and the overestimate or underestimate of the financial wealth by the different groups interviewed.
- To frame the diversity of behaviours regarding market access, the need of advice, the quality of diversification according to socio-demographic variables and to information or knowledge about financial issues.
- To introduce the component of real activities in the assessment of the Yield/Risk ratio of portfolios, and
- To address the issue of ageing and the fixation of sustainable standards of living, thanks to empirical results.

The New Questionnaire as the previous one, refers to objective data relative to assets owning and to socio-demographic situation. Furthermore, this New Inquiry is specialized on the following issues:

- Complements on real assets and liabilities, in order to define individual's and households' situations as globally as possible,
- The appraisal of risk,
- The expected return of different assets,
- The impact of social background on attitudes and behaviours,
- The level of financial knowledge, and
- Behavioural biases

We expect that the new questionnaire will allow us to improve our understanding on how the different population brackets deal with the cycle of life.

## L'historique des comptes financiers

Lors de la conférence du groupe de travail de l'OCDE sur les statistiques financières qui a eu lieu à Paris les 9 et 10 octobre derniers, Michèle Chavoix-Mannato de l'OCDE et Teresa Sbano de la Recherche Economique de Pioneer Investments ont présenté les résultats préliminaires d'un travail de reconstruction historique des comptes financiers (Project on Historical Financial Accounts Time Series – Preliminary Results, Paris OECD, October 2006).

A la suite de changements de classement, la continuité des séries, importante pour des analyses à moyen terme (par exemple en matière de convergence des systèmes ou de comportements des divers agents économiques) n'existait plus pour la plupart des pays. Les Etats-Unis faisaient exception. La Banque d'Italie, de son côté, a comblé cette lacune avec une recherche parue fin 2005.

Bien sur toute reconstruction a un sens limité, étant données les discontinuités dans la qualité des informations et dans les critères de classement. Cependant, certains premiers résultats apparaissent encourageants.

Le prochain rendez-vous pour la sortie de résultats plus complets et des premières analyses est prévu pour la fin d'année 2007.

**« Trends in Savings and Wealth » est un site de recherche indépendant sponsorisé par Pioneer Investments.**

Ce site présente les résultats de recherches promues par Pioneer Investments mais également des « working papers » en matière de finance des ménages et d'optimisation des portefeuilles à moyen/long terme.

Les mises à jour sont trimestrielles. En ce moment, les lecteurs pourront trouver une interview de Luc Arrondel et André Masson par Daniele Fano sur les ménages et le risque de portefeuille. Une interview sur le même thème de Luigi Guiso, professeur à l'Institut Européen de Florence et de retour d'un séjour d'enseignement à Chicago, sera bientôt disponible.

## La mission statistique du Système Européen de Banques Centrales

Le 26 janvier 2007, Steven Keuning, Directeur Général des Statistiques de la BCE, a présenté la mission statistique de la BCE, à l'invitation de la Banque de France.

Il a rappelé que la zone euro avait un besoin de statistiques fiables et diffusées en temps utile, à la fois pour permettre à l'Eurosystème d'accomplir ses missions (politique monétaire, systèmes de paiement, stabilité financière...) et pour informer les acteurs économiques et le public.

## Historical Financial Accounts Time Series

At the Conference of the OECD Working Group on financial statistics, held in Paris on October 9th and 10th 2006, Michèle Chavoix-Mannato (OECD) and Teresa Sbano (Pioneer Investments Economic Research) presented their preliminary results of the project on Historical Financial Accounts Time Series (Project on Historical Financial Accounts Time Series – Preliminary Results, Paris OECD, October 2006).

Owing to changes in classification, the continuity of series that is crucial to medium term analyses (for instance concerning the convergence of systems or the study of economic agents' behaviours) no longer existed for nearly all the countries. The United States were an exception. Meanwhile, the Bank of Italy did make up this gap by publishing a research at the end of 2005.

Reconstruction is limited, because of the discontinuity in quality of information and classification criteria. Nevertheless, some preliminary outcome appeared conclusive.

More complete results and first analyses will be published at the end of 2007.

**“Trends in Savings and Wealth” is an independent website for research sponsored by Pioneer Investments.**

This website presents the outcome of researches promoted by Pioneer Investments and “Working Papers” concerning households' financial behaviours and the optimization of portfolios in the medium/long run as well.

This Website is updated quarterly. Presently, net surfers can find an interview of Luc Arrondel and André Masson by Daniele Fano about Households and Portfolio Risk. Another interview on the same issue of Luigi Guiso, professor at the European Institute of Florence and back from a teaching journey in Chicago, will be soon available.

## The statistical responsibility of the European System of Central Banks

On January 26th 2007, Steven Keuning, Director General Statistics at the European Central Bank, presented the statistical responsibility of the ECB, invited by the Banque de France.

He evoked the Euro zone need of reliable statistics that should be available with a reasonable delay so that on one hand, the Eurosystem accomplishes its missions (monetary policy, systems of payments, financial stability...) and on the other hand, economic agents and the public keep being informed.

Au niveau national, la répartition des tâches entre Banques Centrales Nationales et Instituts de Statistiques varie d'un pays à l'autre. Au niveau européen, un Protocole d'accord a été signé pour répartir les tâches : à la BCE les statistiques monétaires et financières, les statistiques sur les réserves de change, le taux de change effectif. A Eurostat les statistiques d'économie générale comme le PIB ou l'indice des prix. Et certaines responsabilités sont partagées : la Balance des paiements et la position extérieure globale, les comptes non financiers de la zone euro, l'infrastructure statistique.

**A** moyen terme, les priorités de la BCE en matières de statistiques sont au nombre de cinq :

**1-** Disposer d'un Tableau économique d'ensemble de la zone euro, ce qui suppose :

- de construire un système complet de comptes financiers (y compris les qui-à-qui des opérations entre les secteurs institutionnels) et non financiers cohérents et intégrés

- de ventiler l'ensemble des comptes par secteurs institutionnels : ménages, sociétés, administrations publiques, Reste du Monde

**2-** Satisfaire les nouvelles demandes de statistiques, notamment :

- Prise en compte de l'élargissement de la zone euro et de l'Union européenne

- Production de statistiques plus détaillées concernant les institutions financières non monétaires (sociétés d'assurances et fonds de pension, OPCVM non monétaires, véhicules de titrisation)

- Construire une base « titres » et opérations sur titres.

- Produire des statistiques sur les marchés financiers à haute fréquence

- Produire des statistiques harmonisées sur les systèmes de paiement et ceux de règlement-livraison de titres.

**3-** Mettre en application le principe « First for Europe », qui implique notamment d'assurer une couverture géographique de 80% de l'ensemble des statistiques

**4-** Améliorer la diffusion des statistiques. Steven Keuning a dévoilé le nouveau système d'accès aux données et aux méta-données qui est un point d'accès unique à l'ensemble des données de la zone euro et des contributions nationales, disponibles simultanément sur le site de la BCE et ceux des Banques Centrales Nationales et alimentées par une banque de données commune.

**5-** Les autres priorités incluent notamment la révision des classifications et méthodes de production des comptes nationaux (le SEC 95), et la coordination du travail avec d'autres acteurs tels que les comptables (normes IFRS), les administrations fiscales et les superviseurs.

Steven Keuning s'est félicité de l'excellence de la coopération entre la BCE et la Banque de France, et de l'action de précurseur de la Banque de France dans plusieurs domaines.

L'Observatoire de l'Épargne Européenne est depuis plusieurs années un interlocuteur de la BCE.

At the national level, allocation of tasks assigned to National Central Banks and Statistics Institutes varies from one country to another. At the European level, an agreement was signed so as to share out tasks. The ECB is in charge of the monetary and financial statistics, currency reserves statistics, Exchange rate statistics. Eurostat deals with general economics statistics such as GDP or Price Index. Some responsibilities are shared: the Balance of Payments and the foreign exchanges position, non financial accounts of the Euro zone and the statistics infrastructure.

In the medium run, there are 5 priorities concerning statistics:

**1-** To dispose of Annual Accounts by Institutional Sector, which implies :

- To build a complete system of consistent and integrated financial Accounts (including the from-whom-to-whom framework) and non-financial Accounts.

- To break down the set of accounts by institutional sectors: Households, non financial corporations, public Administrations, Rest of the world.

**2-** To meet new demands of statistics, in particular :

- Take into account the enlargement of the Euro zone and of the European Union

- Produce more detailed statistics relative to non monetary financial institutions (insurance companies, pension funds, non monetary UCITS, vehicle of securitization).

- Build a database for securities and corporate actions

- supply high-frequency statistics on financial markets

- Produce harmonized statistics on Systems of Payments and on clearing and settlement of securities

**3-** To implement the "First for Europe" principle, which implies notably to insure a geographic coverage of 80% for all statistics.

**4-** To Improve statistics diffusion: Steven Keuning revealed the new system of access to data and metadata, sole access to a set of European statistics and national contributions (available simultaneously on the ECB and National Central Banks websites and supplied by a common data bank).

**5-** Other priorities concern: the update of classifications and production methods of the National Accounts (SEC 95); and cooperation with other actors such as accountants (IFRS standards), fiscal Administrations and supervisors.

Stephen Keuning expressed his satisfaction for the quality of cooperation between the ECB and the Bank of France, and the precursory actions of the Bank of France in several fields.

Since several years, The European Savings Institute (OEE) has been an interlocutor of the ECB.

Rappelons que l'OEE a réalisé une étude importante d'analyse des comptes financiers et non financiers des ménages dans la plupart des pays de la zone euro. Cette étude a permis de mettre en évidence les différences significatives qui existent entre les différents pays et de faire la part entre ce qui relève de comportements économiques ou des réalités institutionnelles effectivement différents d'une part, et ce qui relève des méthodes de production statistique d'autre part. L'OEE et ses membres sont aussi des utilisateurs intensifs des statistiques produites par l'Eurosystème. Didier Davydoff, présent à la conférence, a salué les progrès considérables qui ont été accomplis depuis quelques années pour les statistiques financières, progrès qui mettent d'autant plus en évidence les retards et les incohérences des comptes non financiers des différents pays de la zone euro. Début 2007, certains pays n'avaient toujours pas publié les comptes réels des secteurs institutionnels relatifs à l'année 2005 !

## ● Entretiens de l'Assurance

Le 11 décembre 2006, Jacques de Larosière, Président de l'OEE, a fait une communication aux « Entretiens de l'Assurance » sur le thème : « Vers un marché unique des services financiers ? ».

Il a montré que les émissions totales nettes d'obligations en euros ont représenté 55% du marché mondial en 2005. Ce résultat remarquable montre que le marché de l'euro s'est considérablement élargi depuis 2000 et qu'il constitue désormais pour l'ensemble des sociétés et gouvernements du monde une source de fonds sûre et liquide, d'une taille désormais supérieure à celle du dollar.

A l'inverse, les marchés d'actions européens demeurent plus étroits que le marché américain. Toutefois, l'attractivité du marché américain pour l'introduction en bourse de nouvelles sociétés a beaucoup diminué de fait des nouvelles contraintes réglementaires (loi Sarbanes-Oxley), de la montée en puissance des marchés de capitaux privés, des coûts de cotation élevés à la Bourse de New York et des craintes qu'éprouvent les sociétés étrangères d'y être définitivement bloquées puisqu'une société ne peut être retirée de la cote tant qu'elle conserve 300 actionnaires américains.

Enfin, le caractère compétitif des acteurs globaux européens s'est affirmé dans les années récentes.

Les insuffisances principales sont au nombre de trois : la faible intégration des marchés de détail, la fragmentation des infrastructures de marché et le morcellement des réglementations et des systèmes de supervision : le marché européen des services financiers n'est pas encore un vrai marché « unique ». Pour y remédier, Jacques de Larosière a développé des propositions articulant l'approche classique de l'harmonisation avec une approche consistant à renforcer les grands acteurs européens de façon à leur permettre de se développer à l'échelle non seulement européenne mais mondiale.

Le texte complet de l'allocation de Jacques de Larosière est disponible sur le site :

[www.asmp.fr/fiches\\_academiciens/textacad/larosiere/tao\\_jea\\_financiers.pdf](http://www.asmp.fr/fiches_academiciens/textacad/larosiere/tao_jea_financiers.pdf)

OEE realised an important analysis of financial and non financial Accounts of Households for most of the countries of the Euro zone. This study revealed significant differences between the countries and permitted to understand what is the matter for economic behaviours or institutional realities indeed different from one country to another; and what is the matter for methods of statistics production. The OEE and its members also use intensively these statistics supplied by the Eurosystem. Didier Davydoff, present at the Conference, welcomed the great progress accomplished over the years concerning financial statistics. This progress enlightens even more the delays and inconsistency of non financial Accounts of the Euro zone countries. At the beginning of this year, some countries had not published the real Accounts of institutional sectors for the year 2005 yet!

## Entretiens de l'Assurance

On December 11<sup>th</sup> 2006, Jacques de Larosière, Chairman of the OEE, made a speech at the "Entretiens de l'Assurance" on: "Towards a unique market of financial services?".

He showed that total net bonds issues in euros represented 55% of the whole market in 2005. This outcome proves that the Euro market has grown considerably since 2000 and that it now constitutes for all companies and governments around the world a source of reliable and liquid funds, larger than the Dollar zone from now on.

On the contrary, European stocks markets are still narrower than the American market. Nevertheless, the attractiveness of the American market for IPOs decreased because of new regulations (Sarbanes-Oxley Law), the rise of private capital markets, high regulation costs and the fear of foreign companies to be blocked indefinitely (a company cannot be de-listed if it still has 300 American shareholders).

Finally, the competitive nature of global European actors has been asserting itself recently.

The main insufficiency are the following three: the low integration of retail markets, the fragmentation of market infrastructures and the division of regulations and supervision systems: the European market of financial services is not a real "unique" market yet. In order to solve this problem, Jacques de Larosière developed propositions based upon the classical approach of harmonization and a complementary approach which consists in reinforcing the great European actors so that they can develop non only at the European scale but at the world scale as well.

The full text of the speech of Jacques de Larosière is available on the website:

[www.asmp.fr/fiches\\_academiciens/textacad/larosiere/tao\\_jea\\_financiers.pdf](http://www.asmp.fr/fiches_academiciens/textacad/larosiere/tao_jea_financiers.pdf)

L'OEE est une association à but non lucratif, créée en septembre 1999. Sa vocation est de rassembler des acteurs de tous les pays d'Europe.

L'OEE est un lieu d'échange entre institutions publiques et professionnelles. On compte parmi les membres de l'Observatoire des représentants de Banques Centrales, de Bourses, de compagnies d'assurances, d'établissements financiers, une agence de notation, des administrations, des syndicats professionnels...

Au moins une fois par an a lieu une Assemblée Générale de tous les membres de l'Observatoire.

Les " membres fondateurs " de l'Observatoire font partie du Conseil d'Administration. Le Conseil est présidé par Jacques de Larosière, ancien Directeur Général du FMI, ancien Président de la BERD, Gouverneur honoraire de la Banque de France.

Un Comité d'Orientation, qui rassemble les spécialistes de l'épargne dans chaque pays européen, définit les thèmes d'études couverts par l'association. Le Comité d'Orientation est présidé par Christian Gollier, Professeur à l'université de Toulouse.

Les membres de l'Observatoire sont étroitement associés à la définition des travaux à mener, en fonction de leurs besoins communs. Les économistes, les responsables du marketing, du développement et de la stratégie des établissements financiers trouvent dans l'Observatoire une réponse à leurs interrogations sur l'environnement de leurs activités, à l'échelle européenne.

### Base de données

Elle est actualisée en permanence sur le site Internet de l'OEE. Elle comporte des données macro et micro-économiques, sur les investisseurs, les produits, les intermédiaires financiers, la fiscalité. Toutes ces données sont téléchargeables via Internet.

### Métadonnées

Lorsque cela s'avère nécessaire, les experts de l'OEE accompagnent les données d'un appareil méthodologique, qui permet de faire des comparaisons pertinentes entre les statistiques des différents pays.

### Etudes spécialisées

Des appels d'offres permettent de sélectionner les meilleurs chercheurs européens sur les sujets définis par le Comité d'Orientation.

### Les membres fondateurs :

- Association Française de la Gestion financière
- Autorité des Marchés Financiers (AMF)
- Banque de France
- Caisse Nationale des Caisses d'Epargne (CNCE)
- Centre d'Analyse Stratégique
- Euronext
- Fédération Française des Sociétés d'Assurances
- La Banque Postale
- Pioneer Investments

### Les autres membres :

- BNP Paribas
- CNP Assurances
- Groupama Asset Management
- Groupement Européen des Caisses d'Epargne
- Société Générale
- Standard and Poor's
- TNS Sofres



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

**Chairman of the Board**

Jacques de Larosière

**Vice-Chairman**

Alain Leclair

**Chairman of the Advisory Committee**

Christian Gollier

**Secretary General**

Pierre Bollon

**Treasurer**

Jérôme Cornu

**Director**

Didier Davydoff

D.Davydoff@oee.fr

**Statistician-Economists**

Grégoire Naacke & Elodie Dessart

G.Naacke@oee.fr E.Dessart@oee.fr

**Support**

Chantal Gautron

C.Gautron@oee.fr

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE



48, rue de Provence • 75 009 Paris

Tel: +33(0)1 43 12 58 00 • Fax: +33 (0)1 43 12 58 01

[www.oee.fr](http://www.oee.fr)