

2013

Septembre

LES CAHIERS DU
CENTRE

Numéro 21

*- Mémoires de l'Économie et de la
Finance -*

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

CPF

20 rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Marie-Jeanne MAILLOT

Rédactrice en chef

Angela BARBOSA

a.barbosa@professionsfinancieres.com

* *
*

| | |
|---|---------|
| ÉDITORIAL | page 3 |
| INTERVENTIONS | |
| <i>Vers un manifeste du Centre des professions financières</i> Édouard SALUSTRO..... | page 5 |
| 29^{ème} CONCOURS INTERNATIONAL DES MEMOIRES DE L'ECONOMIE ET DE LA FINANCE | page 10 |
| REMISE DES TROPHÉES | page 14 |
| PALMARÈS DU 29^{ème} CONCOURS | page 15 |
| MÉMOIRES | |
| Grand Prix – « <i>Measuring information asymmetries and modeling their impact on Senegalese migrants' remittances</i> » Marlon SEROR..... | page 17 |
| Mention Grand Prix – « <i>Les modèles de contagion : une application à la crise de la dette souveraine européenne</i> » Emmanuel JEAN..... | page 21 |
| Mention Grand Prix – « <i>The relative performance of family-founded companies listed on the US stock markets where the serving CEO/Chairman is a founder</i> » Muhammad TAHIR..... | page 24 |
| Prix Institut Louis Bachelier – « <i>Impact des technologies de l'information et de la communication sur la productivité du travail : une approche non-linéaire</i> » Benjamin DAVID..... | page 27 |
| Prix Institut des Actuaires – « <i>Estimation de la mortalité des assurés à partir de la mortalité nationale et des indicateurs socio-économiques</i> » Reda JARIR..... | page 28 |
| Prix AFGAP-PRMIA – « <i>Stochastic filtering in credit markets: an application of the Kalman filter for the time-varying analysis of the dynamics of sovereign CDS and government bond markets in the EMU</i> » Klaus PLATTNER..... | page 33 |
| Prix CNCC – « <i>An economic analysis of the German bankruptcy code in the context of the European reform movement</i> » Benjamin LAUFER..... | page 37 |
| Prix FBF – « <i>Les interactions entre innovations financières et réglementaires : causes et conséquences de la crise</i> » Simon RITZ..... | page 39 |
| Prix Paris Europlace – « <i>Economic analysis of stock exchange consolidation</i> » Jedrzej MAZUR..... | page 44 |
| Prix SFAF – « <i>Performance and analysis of the oldest mutual fund, the Scottish Widow's Fund from 1815 to 2000</i> » Dorian MORMONT..... | page 46 |
| Prix AFG – « <i>Asset management - university endowments</i> » Jiri KNESL..... | page 48 |
| Mention AREIM – « <i>L'expertise immobilière des actifs de santé : enjeux, méthodes et limites</i> » Benoît KLEIN..... | page 52 |
| SPONSORS & PARTENAIRES | page 56 |

Le Centre des Professions Financières, dans son engagement de « Comprendre et faire comprendre les professions financières » se veut être un « passeur de message » comme l'indique Edouard SALUSTRO dans son Manifeste présentant les nouvelles orientations du Centre, dévoilé lors de la Convention du mois de novembre 2013.

Dans la continuité de cette Convention, s'est tenu le 27 juin dernier, dans le grand auditorium de SCOR, le premier Congrès du Centre des Professions Financières, réunissant plusieurs centaines de ses membres. Cette manifestation a permis de rendre compte des actions engagées afin de positionner le Centre comme un « Centre de pédagogie de la finance » en accord avec le Manifeste. En l'espace d'un après-midi, le Centre a su fédérer ses membres autour de ses actions les plus importantes.

Les lauréats se sont vus récompensés lors de la Cérémonie de Remise des Prix parachevant le succès de la 29ème édition du Concours International de l'Economie et de la Finance. Ce dernier a réuni 205 mémoires provenant de 105 établissements répartis dans 22 pays. Le Centre, de par son engagement pour la promotion de liens durables entre les mondes académique et professionnel dans le secteur de l'économie et de la finance, continue d'améliorer le Concours et à l'ouvrir à l'international.

Lors du Congrès s'est également tenue la présentation de la 8ème édition de L'Année des Professions Financières portant sur les « Novations de l'Économie financière ». Cet ouvrage référence du Centre se consacre aux nouvelles approches et aux nouvelles techniques du financement de l'économie dans le contexte actuel.

Enfin, l'Assemblée Générale fut un véritable temps fort rappelant et explicitant les grandes directions que le Centre s'est engagé à prendre dans son Manifeste.

Le Centre des Professions Financières doit renforcer sa légitimité en affichant clairement ses propositions et ses analyses, afin qu'elles se répandent dans la société politique et la société civile. Ses groupes de travail notamment sur « les Normes Comptables » et « la Régulation » s'orientent de plus en plus vers des propositions novatrices. Le Centre doit, en outre, poursuivre son action auprès du monde universitaire en rapprochant les formations académiques du monde des professions financières.

Tous ces thèmes ont été développés tout au long de ce premier Congrès et seront repris lors de la 8ème édition de notre Convention, le mardi 19 novembre 2013, à la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris Ile-de-France. L'invité d'honneur sera Pierre GATTAZ, Président du MEDEF. Nous espérons y voir de nombreuses personnes, toutes assurément désireuses de « comprendre et faire comprendre les professions financières ».

Pierre MANCINI, *Délégué Général du Centre des Professions Financières*

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières

20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

4

Contact :

cimef@professionsfinancieres.com

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

***Intervention d'Édouard SALUSTRO,
Le 27 juin 2013
« Vers un manifeste du Centre des professions financières »***

Biographie :



Édouard SALUSTRO:

Edouard SALUSTRO est fondateur du Cabinet d'Audit et Conseil SALUSTRO REYDEL qui, dans les années 1990, figurait parmi les 5 premiers français.

En sa qualité de Président du Conseil Supérieur de l'ordre des Experts Comptables, il a conduit la rédaction de plusieurs ouvrages.

Au Conseil Economique, Social et Environnemental, il a produit divers rapports notamment sur la place financière de Paris.

Actuellement, il est Membre des Comités Consultatifs de l'Autorité des Normes Comptables et du Conseil de Normalisation des Comptes Publics.

1) La nécessité d'un manifeste

Créé en 1957, le CPF est un indiscutable succès depuis le début de la décennie 2000. Il a su :

- être présent dans les différents débats autour des professions et des métiers de la finance,
- développer des actions de formation et de recherche de haut niveau (notamment par le biais de ses publications comme l'Année des professions financières qui bénéficient d'une vraie reconnaissance, ainsi que par la remise des prix des mémoires de l'économie et de la finance),
- enfin assurer une vraie mise en réseau de ses membres et de leurs compétences à travers ses différents groupes de travail.

La crise à rebond depuis 2007, la fragilité du secteur bancaire, la remise en cause profonde que représentent Bâle 3 et Solvabilité2, la place croissante des enjeux du secteur dans le débat politique, tous ces facteurs expliquent que notre secteur va demeurer de manière durable sous les feux de l'actualité, sans parler de la polémique.

Dans ce contexte, le centre doit transformer l'essai et se donner les moyens de construire une vraie vision qui conforte sa légitimité comme « passeur de messages » vers la société politique et la société civile. Il doit également se voir comme le lieu où doivent s'élaborer les « lettres de noblesse » y compris médiatiques, des professions financières.

Que lui manque-t-il pour cela ?

La formalisation de ce que les Anglo-Saxons appellent ses « credentials » et que nous pourrions traduire par manifeste ou profession de foi (un terme marxiste cohabitant avec un terme religieux...).

Le Centre est un bouillon de culture d'idées, de propositions novatrices, d'analyses rigoureuses et reconnues y compris sur le plan universitaire. Il faut aujourd'hui qu'il affirme mieux son rôle en dégagant quelques principes:

- Son universalité : il a bien vocation à être un lieu de réflexion sur l'ensemble des professions financières. De ce point de vue, je lui suis reconnaissant d'avoir fait toutes leurs places aux professions du chiffre qui ont toujours eu une relation complexe avec les autres professions financières.
- Son ouverture : le principe des groupes de travail ouverts, de ses travaux pluridisciplinaires, faisant appel souvent à des « francs-tireurs » ou à des regards externes, est essentiel.
- Son excellence, notamment en matière de recherche est un vrai atout dans une France que nous voulons voir se développer autour des technologies et de l'innovation.
- Son rapport au réel : le centre associe des praticiens qui vivent quotidiennement les enjeux sur lesquels le centre est amené à se prononcer.
- Sa proximité des centres de décision : c'est notamment vrai de la relation avec les autorités européennes et internationales qui jouent un rôle de plus en plus grand dans le cadre réglementaire et prudentiel.

Pour mettre en œuvre tous ces principes, le Centre doit donc clairement s'affirmer comme un centre de « pédagogie de la finance » de haut niveau, aussi proche des milieux académiques que des décideurs politiques. Pour cela, il doit fixer un cadre et des objectifs clairs à ses différents groupes de travail, et les orienter vers la publication de travaux qui lui assurent un rayonnement public indispensable à son influence.

2) Les grands axes du manifeste

Au-delà de l'objectif général que le centre peut s'assigner autour du projet de manifeste, il convient aussi de s'interroger sur les grands chapitres de celui-ci. La liste qui suit n'a bien sûr qu'une valeur illustrative, et je souhaite que dans nos échanges aujourd'hui, mais plus largement par des débats entre nous dans les prochaines semaines, elle puisse s'élargir pour inclure tous les enjeux essentiels qui justifient l'existence de notre centre.

A ce stade, certains sujets me semblent en tout cas prioritaires pour approfondir notre réflexion :

- Lien macro/micro-économie : en quoi notre secteur peut-il contribuer à l'équilibre macro-économique? C'est un fondement essentiel de notre légitimité à intervenir, qui va au-delà de la défense des intérêts catégoriels qu'assurent nos organisations professionnelles respectives. Le centre doit notamment contribuer à propager l'idée que la zone euro constitue pour toutes nos économies un progrès. Même si elle se heurte aux difficultés que l'on connaît, même si elle devient le bouc émissaire facile de certains politiques, le centre doit souligner qu'il s'agit bien aujourd'hui, pour l'euro, d'une crise de croissance (une maladie infantile, si l'on veut conserver le vocabulaire marxiste), qui impose aux Européens d'être solidaires pour passer à une nouvelle étape de la construction européenne et valoriser les atouts de la zone euro. Le second souffle de la zone euro viendra certes des décisions prises à l'Eurogroupe ; de manière encore plus certaine, il résultera de la démonstration par l'exemple que c'est un outil indispensable au financement de l'économie.

- Secteur financier et emploi : il est plus nécessaire que jamais de marteler la contribution du secteur à l'emploi en France, avec une dimension territoriale non négligeable. C'est un secteur qui continue à créer de l'emploi, partout en France, et dont la pyramide des âges implique des recrutements importants dans les années qui viennent. Au total plus d'un million d'actifs relèvent de nos professions qui ont su maintenir une croissance riche en emplois, malgré des choix technologiques qui auraient pu imposer d'autres priorités (exemple des professions du chiffre où la technologie crée de l'emploi). De la même façon, il ne faut pas hésiter à être politiquement incorrect, et à rappeler que l'externalisation de certaines fonctions de back-office, indispensables pour maintenir la compétitivité, est aussi un facteur de développement ; un rapport remis récemment à Nicole Bricq montre d'ailleurs l'impact du « co-développement » en Afrique du nord grâce à ces externalisations.
- Secteur financier et formation : notre centre est le mieux placé pour évoquer l'exemplarité en matière de formation ; les techniques financières évoluent rapidement, et la vision de nos salariés doit s'internationaliser. Pour cela, nous devons par exemple défendre l'idée d'un socle commun de formation, au-delà des formations professionnelles par filière ; c'est en particulier vrai pour tous nos cadres intermédiaires. De la même façon, nos professions doivent prendre en compte la reconfiguration mondiale des formations au management autour des MBA. Le centre peut être au cœur de la réflexion sur les attentes et les besoins du secteur financier dans cette nouvelle configuration qui mérite une clarification à l'usage du grand public.
- Le lien avec l'université et la recherche : là encore, je ne vois pas d'acteur plus légitime dans le secteur financier pour promouvoir l'importance de la recherche dans la compétitivité de nos entreprises. L'excellence de l'école française de mathématiques a été maintes fois soulignée, mais cela est vrai également dans d'autres disciplines. La réforme des universités a mis l'accent sur le rôle des PRES, pierre angulaire de la politique de recherche. A nous sans doute de voir comment notre secteur peut en tirer le meilleur parti. Au-delà de la recherche, c'est plus largement sur les applications de celle-ci que peut porter notre rôle : il faut de la recherche appliquée et un retour sur investissement. Le gouvernement a décidé de poursuivre l'effort du grand emprunt et de lui accorder de nouveaux financements. Si un thème comme l'économie numérique a été fixé comme priorité par le gouvernement, il y a sans doute le moyen de faire bénéficier le secteur financier de ce regain.
- Le secteur financier et le financement de l'économie : même si le terme est aujourd'hui connoté, quelle contribution pouvons-nous apporter au « redressement productif » ? Pour cela, nous devons, et nous avons commencé, à positionner le centre dans le débat sur les enjeux de l'investissement de long terme. Depuis les travaux de G. de La Martinière et de la Caisse des dépôts, ce sujet fait l'objet, enfin, d'une vraie prise de conscience. Le rapport Berger, même si ces conclusions ne sont pas à la hauteur des attentes qui étaient anticipées, y a aussi contribué. Aujourd'hui, un message simple doit être porté sans relâche par le centre : le rôle indispensable de transformation de l'épargne doit être reconnu . Le système financier est légitime pour transformer de l'épargne individuelle de court terme en projets collectifs de long terme. Les solidarités intergénérationnelles doivent être assurées grâce à nos professions et ce rôle doit être valorisé. Il faut réorienter le matelas d'épargne des Français vers l'économie productive et seul le secteur financier pourra le faire. Nous avons déjà, avec G. de La Martinière, impliqué le centre dans les débats et auprès des pouvoirs publics. Il est important que le Manifeste rappelle cet impératif.

- Lien avec financement PME-ETI. Au-delà du rôle macro-économique en faveur de l'investissement de long terme, nos professions ont également une contribution concrète au développement des PME et des ETI. Ce sujet est d'ailleurs intéressant car il montre la complémentarité de nos différents métiers à l'échelle locale : réseaux bancaires et assurantiels, experts-comptables sont présents sur le terrain auprès des PME, plus souvent que des services publics en déshérence, en particulier dans les zones rurales. Or, il est clair que, pour un projet industriel ou de création d'entreprise, l'accompagnement du financement est fondamental, le financement seul ne réussit pas. Il faut assurer un suivi.
- Entre Glass-Steagall Act et banque universelle : il est aujourd'hui indispensable de redéfinir un modèle français du secteur financier. Nous ne pouvons que constater la carence du politique qui, depuis 2007 a beaucoup dénoncé et beaucoup menacé le secteur financier ; alors qu'il pouvait passer à l'acte et définir, de manière positive, sa vision d'un secteur financier rénové. Il s'est contenté de la mini-loi Moscovici, qui n'offre pas cette vision globale et politique du secteur. Cette expérience prouve en tout cas que la profession doit se prendre en main et profiter de cette carence pour développer sa propre vision du business model global. Le centre est le lieu ad hoc pour cela, car seul il a une vision globale.
- La notion de professions financières : le point précédent montre combien il est nécessaire de mettre en avant ce qui nous rassemble plus que ce qui nous sépare. On peut parler de convergence. Quels liens existant ou à créer de synergies entre les professions, les entreprises et les métiers du secteur ? Comment faire émerger un véritable pôle financier au sein des professions de services ? La tentation, très française, a toujours été de fragmenter et de défendre des intérêts étroitement catégoriels. La crise financière, et le comportement des politiques, ont démontré l'impuissance d'un tel comportement pour défendre nos professions. Il faut donc définir une vision globale pour mieux la défendre et l'illustrer.
- Elargir la vision des professions financières/universalité des professions financières: au-delà même des professions financières stricto sensu, il me semble qu'il faut aller à une vision englobante du secteur. Ex. les avocats d'affaires doivent naturellement en faire partie ; experts judiciaires aussi.

3) Quelles actions après ce congrès pour établir le manifeste ?

Si le Centre se rallie aux objectifs que je viens d'énoncer (et tout me convainc qu'ils sont ici largement partagés) nous pourrions lancer notre Manifeste des Professions financières. Ce Manifeste n'aura pas pour vocation la défense d'intérêts catégoriels mais bien au contraire celle d'affirmer la solidarité de nos différents métiers et leur contribution positive au développement et au progrès de la société tout entière. Ce Congrès marquera alors le point de départ d'une nouvelle croisade à laquelle le Centre pourra rallier tous les hommes de bonne volonté.

Point de départ tout d'abord de l'engagement affirmé de nos membres et de nos dirigeants à participer à la nécessaire refondation de nos professions

Point de départ également d'un travail approfondi, en relation avec tous ceux qui, comme nous, veulent tirer les vraies leçons des événements récents, afin de donner corps à cette remise en cause et d'en tirer les conclusions

Point de départ enfin d'une action de communication non seulement accrue mais largement ouverte sur l'extérieur car notre efficacité dépend aussi de la façon dont le public perçoit notre utilité. Car c'est bien en effet de notre utilité qu'il faut à nouveau convaincre.

Notre rôle, pour le résumer en quelques mots, est d'accompagner et de faciliter les changements qu'impose l'évolution de l'économie et des règles sociales. Lorsque survient une crise financière c'est bien souvent parce que la violence de ces changements ou le refus de les accepter n'ont pas permis aux circuits financiers de les anticiper ou de les canaliser. La crise financière n'est alors que l'une des manifestations de déchirures plus profondes dans le tissu des sociétés ou dans celui des relations internationales. Ce n'est pas pour autant que nous pouvons nous exonérer de toute responsabilité dans la survenance de ces cataclysmes périodiques ni moins encore abandonner l'espoir de les prévenir ou de les atténuer par une meilleure maîtrise de nos propres disciplines.

La crise qui a durablement brouillé notre image n'a certainement pas pour seules causes les défaillances de notre comportement. Mais il est clair que nous ne parviendrons à les faire oublier que si nous, les professionnels de la finance, je veux dire nous tous et chacun d'entre vous, faisant fi des fausses pudeurs et des élégants scepticismes nous mobilisons pour reconquérir l'opinion.

Nos lettres de noblesse ne dépendent ni du pouvoir que nous donne le maniement de l'argent ni des règles que nous impose l'Etat mais de l'esprit dans lequel nous accomplissons notre tâche et de la confiance que nous inspirons. Manifestons sans faiblesse notre détermination à les reconquérir.

* * *

29^{ème} CONCOURS INTERNATIONAL DES MEMOIRES DE L'ECONOMIE ET DE LA FINANCE : CONFIRMATION DE LA REUSSITE DE L'INTERNATIONALISATION

Biographie :



Alain CAZALÉ : Président du Comité du Concours International

Ingénieur civil des Mines de Paris ; diplômé de l'Institut d'Études Politiques de Paris. Entré en 1971 au Crédit Lyonnais comme ingénieur conseil à la Direction des Études Économiques et Financières, il est nommé en 1989 Sous-directeur puis Directeur Adjoint de la Direction des Études Industrielles du même Établissement. Il prend en charge le Département des Financements de Projets et d'Équipement (1992-1996). Il revient à la Direction des Études Industrielles pour en assumer la responsabilité, poste qu'il a occupé, d'abord au sein du Crédit Lyonnais, ensuite au sein de Calyon de mai à février 2005. Depuis cette date jusqu'en décembre 2009, il est responsable des Études Industrielles et Sectorielles de Crédit Agricole S.A, créées par le rapprochement de la DEI et du pôle Analyses Sectorielles au sein du Pôle des Etudes Economiques du groupe. Il est Président d'honneur de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et de l'AACIF, et membre de la Société d'Economie Politique.

Biographie :

Jean-Guy de WAËL : Président du Jury

Etudes : Licence en Droit (Paris), Docteur en droit (Bruxelles), Diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris.

Carrière : Analyste financier à la Banque de l'Union Parisienne (1963), Président de la Société d'analyse financière et européenne (Safe, groupe Paribas), Président d'honneur de la Société des analystes financiers, Président d'honneur de la Fédération européenne des associations d'analystes financiers (FEAAF), Directeur de la recherche à la banque Paribas (1987), Vice-président exécutif du Centre des Professions Financières, Président du Jury des Mémoires de l'Economie et de la Finance.



10

Le Concours International des Mémoires de l'Economie et de la Finance est depuis 29 ans un lieu d'échange privilégié entre le monde professionnel et le monde académique. Il cherche à couvrir l'ensemble, toujours plus étendu, des professions financières. Il vise une population d'étudiants à un moment charnière de leur parcours, entre la fin de leurs études (typiquement un niveau de Master 1 ou 2), la première approche de la recherche et le début de leur parcours professionnel. Le Concours cherche à distinguer en particulier des mémoires présentant un côté concret, actuel, voire prospectif, en distribuant quelque 50.000€ de prix grâce au soutien de nos mécènes et des associations professionnelles partenaires auxquels va toute notre gratitude.

Comme nous le constatons tous les jours, les marchés financiers comme les technologies de la finance font progressivement disparaître les frontières de la recherche et les particularismes nationaux. Les problèmes de

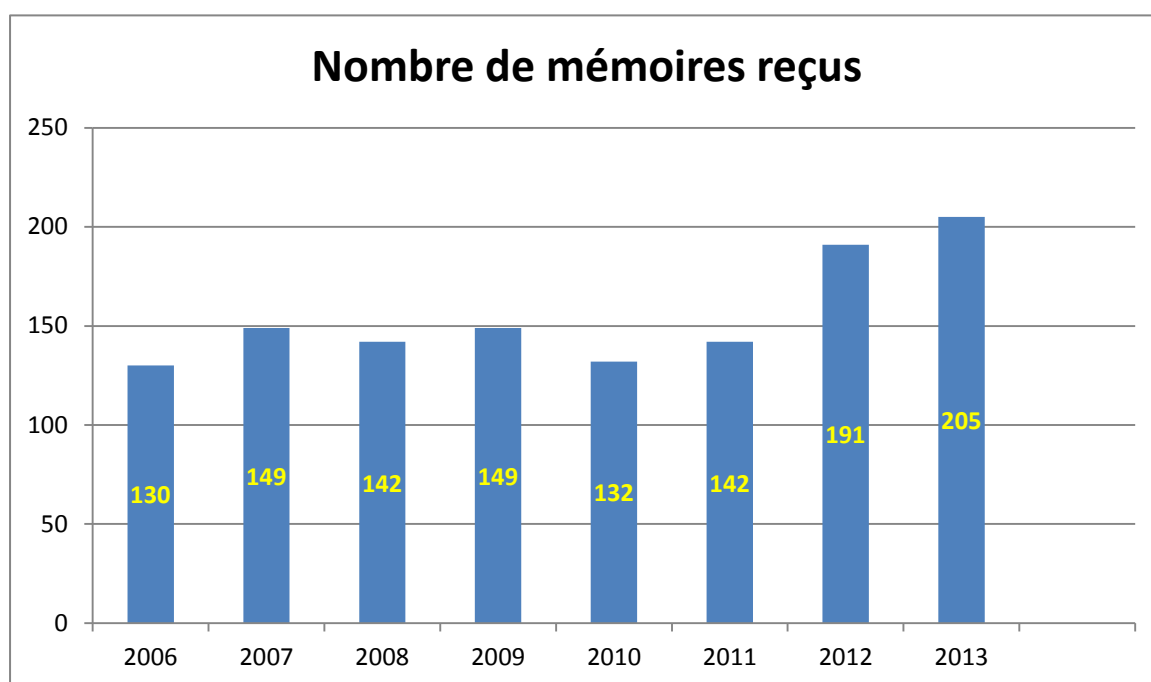
L'Europe et les problèmes du monde sont nos problèmes. C'est pourquoi l'approfondissement des sujets qui nous intéressent peut provenir de centres d'enseignement et de recherche aussi bien en France qu'à l'étranger.

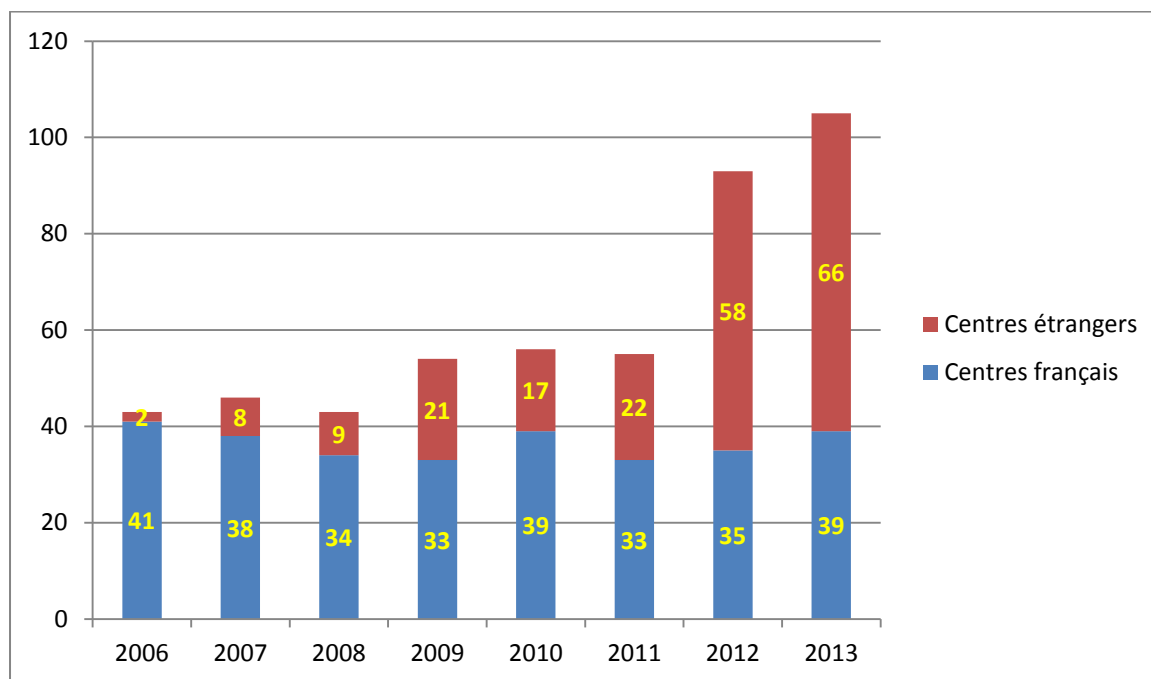
Les Universités et Grandes Ecoles s'inscrivent également dans cette mondialisation croissante, en développant de plus en plus leurs programmes internationaux : partenariats avec des Universités d'autres pays dans l'enseignement comme dans la recherche, recrutement d'enseignants et d'étudiants au-delà des frontières.

Face à ce constat, nous avons décidé, avec nos partenaires, d'ouvrir en 2006 le concours à des centres d'enseignement et de recherche situés hors de France - particulièrement en Europe - et, bien entendu, d'accepter des mémoires en anglais. L'effort a été particulièrement soutenu à partir de 2011 pour élargir encore la représentation internationale, essentiellement en Europe, sans négliger pour autant les centres français.

Le 29ème Concours s'inscrit pleinement dans le double objectif d'une vaste couverture sectorielle et d'une forte internationalisation. Il a enregistré plusieurs avancées significatives :

- Pour la deuxième année consécutive tous les records de participation sont battus, que ce soit en nombre de mémoires (205 contre 191) qu'en pays participants (22 contre 18) et qu'en Centres d'Enseignement et de Recherche (105 contre 93), confirmant l'intérêt croissant des Universités et Grandes Ecoles pour notre Concours ;
- Un nouveau mécène s'est manifesté, le Groupe Pasteur Mutualité ;
- Deux nouvelles Institutions nous ont rejoints pour délivrer de nouveaux prix professionnels : l'Institut des Actuares et l'Institut Louis Bachelier





Ce brillant développement du Concours a pour contrepartie de peser lourdement sur le volume de travail demandé à l'équipe du Centre que nous remercions chaleureusement.

Nos remerciements les plus vifs vont également à la soixantaine de personnalités du monde académique et professionnel qui participent à notre Jury, qui consacrent beaucoup de temps à ce Concours et sans qui celui-ci n'aurait pas lieu.

Nous ne pouvons conclure sans adresser nos remerciements à tous les étudiants et enseignants qui ont présenté leurs mémoires au Concours. Bien entendu toutes nos félicitations aux lauréats, dont une synthèse des travaux figure plus loin, et aux finalistes.

12

LES TROPHEES DU CONCOURS INTERNATIONAL DES MEF



Au-delà des prix récompensant les meilleurs mémoires, le Centre des Professions Financières souhaitait honorer les Universités et Ecoles qui participent régulièrement au Concours international des Mémoires de l'Economie et des Finances.

Nous réfléchissons depuis assez longtemps à ce thème et il nous est apparu que l'élargissement du nombre d'institutions régulièrement participantes, l'internationalisation du Concours depuis 2006, et le triplement du nombre de mémoires reçus, fournissent désormais une base de travail suffisante et significative.

Pour tirer les conséquences de ces évolutions, nous devons prendre en compte une approche pluriannuelle glissante pour en tirer un palmarès significatif.

Nous devons également retenir l'ensemble des mémoires finalistes (25 à 30 par an) et pas seulement les lauréats (une dizaine), ce qui nous conduit à examiner un échantillon d'une centaine de mémoires sur une période de 5 ans.

Nous sommes conscients des limites de l'exercice car notre approche ne concerne que les institutions participantes qui soumettent à notre appréciation les meilleurs mémoires de leurs étudiants. Nous avons la conviction que dès à présent l'univers des mémoires reçus est significatif et permet de tirer des enseignements très intéressants.











De manière concrète, notre démarche pour ce 29^{ème} Concours a été la suivante :

- Les 5 derniers concours ont été pris en compte, de 2009 (25^{ème} Concours) à 2013 (29^{ème} Concours);
- Pour chaque concours, les mémoires lauréats, ayant reçus une mention ou un accessit, nominés ou finalistes ont été retenus, soit 126 mémoires au total.
- Pour tenir compte de l'importance des récompenses décernées, nous avons appliqué un barème d'équivalence : un grand prix correspond à 4 places de finaliste et à deux mentions, 3 prix à deux grands prix etc...
- Sur cette base nous avons évalué les 58 centres d'enseignement et de recherche ayant eu au moins un finaliste au cours de la période et nous avons distingué ceux dont les étudiants ont obtenu plus de l'équivalent de 3 prix ou de 7 places de finalistes.

C'est sur ces bases que nous avons décerné le 27 juin 2013 un **Trophée d'Or** et 4 **Trophées d'Argent**.

* * *



| | | | |
|--|-------------------------|--|--|
|  | Trophée d'Or | SOLVAY BRUSSELS SCHOOL OF ECONOMICS & MANAGEMENT (Belgique) |  Solvay Brussels School Economics & Management |
|  | Trophée d'Argent | UNIVERSITE PARIS 1 PANTHEON- SORBONNE (France) |  U – PANTHÉON - SORBONNE – 1 UNIVERSITÉ PARIS 1 |
|  | Trophée d'Argent | HEC PARIS (France) |  HEC PARIS Apprendre à oser® |
|  | Trophée d'Argent | PSE - PARIS SCHOOL OF ECONOMICS (France) |  PARIS SCHOOL OF ECONOMICS ÉCOLE D'ÉCONOMIE DE PARIS |
|  | Trophée d'Argent | ISFA - INSTITUT DE SCIENCE FINANCIÈRE ET D'ASSURANCES (France) |  |



Palmarès du 29^{ème} Concours International des Mémoires de l'Économie et de la Finance




| MÉMOIRE THESIS | UNIVERSITÉ UNIVERSITY | CANDIDATS ENTRANTS | TUTEURS TUTORS | PRIX PRIZE |
|---|--|-----------------------|-------------------------|-------------------------------|
| Measuring information asymmetries and modeling their impact on Senegalese migrants' remittances | PSE - PARIS SCHOOL OF ECONOMICS (France) | Marlon SEROR | Flore GUBERT | Grand Prix |
| Les modèles de contagion : une application à la crise de la dette souveraine européenne | UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN (Belgique) | Emmanuel JEAN | Mikael PETITJEAN | Mention Grand Prix |
| The relative performance of family-founded Companies listed on the US stock markets where the serving CEO/Chairman is a founder | KINGSTON UNIVERSITY LONDON (Royaume-Uni) | Muhammad TAHIR | Salma IBRAHIM | Mention Grand Prix |
| Impact des technologies de l'information et de la communication sur la productivité du travail : une approche non-linéaire | PARIS X-NANTERRE (France) | Benjamin DAVID | Valérie MIGNON | Prix Institut Louis Bachelier |
| Estimation de la mortalité des assurés à partir de la mortalité nationale et des indicateurs socio-économiques | UNIVERSITE CLAUDE BERNARD LYON 1 (France) | Reda JARIR | Esterina MASIELLO | Prix Institut des Actuaire |
| Economic analysis of stock exchange consolidation | INNSBRUCK SCHOOL OF MANAGEMENT (Autriche) | Klaus PLATTNER | Jochen LAWRENZ | Prix AFGAP-PRMIA |
| An economic analysis of the German bankruptcy code in the context of the European reform movement | HEC PARIS (France) | Benjamin LAUFER | Ulrich HEGE | Prix CNCC |
| Les interactions entre innovations financières et réglementaires : causes et conséquences de la crise financière | CENTRE EUROPEEN UNIVERSITAIRE, UNIVERSITE DE LORRAINE (France) | Simon RITZ | Jean-Noël ORY | Prix FBF |
| Economic analysis of stock exchange consolidation | GOETHE UNIVERSITY (Allemagne) | Jedrzej MAZUR | Marco LUTAT | Prix Paris Europlace |
| Performance and analysis of the oldest mutual fund, the Scottish Widow's Fund from 1815 to 2000 | VRIJE UNIVERSITEIT BRUSSEL, SOLVAY BUSINESS SCHOOL (Belgique) | Dorian MORMONT | Georges GALLAIS-HAMONNO | Prix SFAF |
| Asset management - university endowments | VIENNA UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS (Autriche) | Jiri KNESL | Engelbert DOCKNER | Prix AFG |
| L'expertise immobilière des actifs de santé : enjeux, méthodes et limites | UNIVERSITE PARIS DAUPHINE (France) | Benoît KLEIN | Abdallah OULD BRAHIM | Mention AREIM |

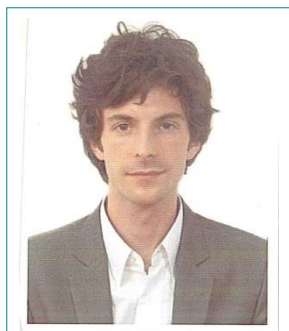
| MÉMOIRE THESIS | UNIVERSITÉ UNIVERSITY | CANDIDATS ENTRANTS | TUTEURS TUTORS | PRIX PRIZE |
|--|--|--|--------------------------|---------------|
| Manipulation ou transparence: l'utilisation de l'amendement du 15 octobre 2008 à IAS 39 sur le reclassement des instruments financiers | UNIVERSITE PARIS 1 PANTHEON SORBONNE (France) | David BERNELLE Jean-François CARRIER Mathieu THUAIRE Sébastien UFER | Stéphane LEFRANCO | Finalistes |
| Demography & global imbalances: lessons from China one child policy | SCIENCE PO PARIS (France) | Taha CHOUKHMANE | Nicolas COEURDACIER | Finaliste |
| On the use of risk-free rates in the discounting of insurance cash flows | KATHOLIEKE UNIVERSITEIT LEUVEN (Belgique) | Gil DELCOUR | Jan DHAENE | Finaliste |
| Weather derivatives - risk management of a portfolio | TECHNISCHE UNIVERTAT AT MUNCHEN (Allemagne) | Nils KAMPERT | Matthias SCHERER | Finaliste |
| Value at risk-role in finance, performance, alternatives and Basel III | ESADE BUSINESS SCHOOL (Espagne) | Vasiliki KOSMIDOU | Jaime SABAL | Finaliste |
| Modelling financial assets with bivariate Markov-switching copulas: an application to the European debt crisis | QUEEN MARY UNIVERSITY OF LONDON (Royaume Uni) | Christian LESCHINSKI | Ludias GIRATTIS | Finaliste |
| The 'Flexicure nexus' and the stepping-stone effect in Italy : an econometric analysis | UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN (Belgique) | Maria LUPPI | Bruno VAN DER LINDEN | Finaliste |
| Evolution temporelle du risque spécifique des actions sur le marché financier français | UNIVERSITE DE STRASBOURG (France) | Tiphanie MAIER | Patrick ROGER | Finaliste |
| Are circuit breakers desirable for the prevention of market run? | VRIJE UNIVERSITEIT BRUSSEL, SOLVAY BUSINESS SCHOOL (Belgique) | Arthur SANCHEZ HERNANDEZ | Hugues PIROTTE | Finaliste |
| Application de la théorie des valeurs extrêmes dans le cadre de l'implémentation d'un modèle interne | ENSAE PARIS TECH (France) | Xavier SERVEL Sylvie TRAN | Thameur ZGHAL | Finalistes |
| Customer adoption and financial literacy in mobile financial services – case study in Uganda | VRIJE UNIVERSITEIT BRUSSEL, SOLVAY BUSINESS SCHOOL (Belgique) | Léo-Armel TCHOUDJANG NZOUTCHOUM | Baptiste VENET | Finaliste |
| Curve fitting - efficient methods for calculating solvency capital | UNIVERSITY OF ULM (Allemagne) | Jochen WIELAND | Hans-Joachim ZWIESLER | Finaliste |

* * *

GRAND PRIX

Measuring information asymmetries and modeling their impact on Senegalese migrants' remittances

Biographie :



Marlon SEROR: After BAs in English and Chinese, Marlon entered the École Normale Supérieure. He graduated from Sciences Po's Master of Public Affairs, before moving into economics at SOAS, University of London, and the Paris School of Economics (PSE). His SOAS MSc dissertation in environmental microeconomics focused on information asymmetry, which lies at the core of his PSE Master's thesis on migrants' remittances, written during an exchange program with the University of California, Berkeley. Marlon's professional experience includes internships with French and Vietnamese administrations, a weekly magazine and Innovations for Poverty Action, and consultancies for the World Bank. He is starting a PhD in Economics in the fall of 2013 at PSE.

Measuring Information Asymmetries and Modeling their Impact on Senegalese Migrants' Remittances

Rising migrants' remittances have aroused enthusiasm in the development community. One reason is that transfers occurring within the extended family, altruism should facilitate the enforcement of arrangements and close-knit networks help process information more effectively than foreign institutions or investors. On the other hand, the literature on remittances warns us that migration involves geographical dispersion, and thus non-migrants might enjoy an informational advantage as far as economic conditions at home are concerned.

17

Information asymmetries have important theoretical, methodological and policy implications. First, highlighting their existence within households could explain observed inefficiencies in intra-household decision-making and cast further doubt on the relevance of the unitary and collective household frameworks. Second, much of the literature on migrants' remittances focuses on their determinants, based on survey data from either remittance senders or recipients, which might entail a bias if rent extraction cannot be ruled out. Third, information asymmetries might lead migrants to deviate from optimal remittances if they think they are not used sensibly; and they might resort to mechanisms (e.g. in-kind remittances) that ensure recipients follow their plans but also reduce recipients' welfare. However, whether information asymmetries exist in this context and affect remittance patterns remains an empirical question.

Matched data to compare information sets

Information asymmetries can only be measured directly if data are available on both remittance senders and recipients, so that their information sets can be compared. Because such data are costly, the literature usually relies on surveys of either migrants or their remittance recipients (mostly, their households of origin). This implicitly assumes that data collected in host and home countries are interchangeable and thus that information asymmetry can be assumed away.

We use novel, matched data on Senegalese migrants (in France, Italy and Mauritania) and their households of origin to measure empirically discrepancies in migrants' and households' responses to identical survey questions on asset ownership and housing quality. The data were collated as part of the MIDDAS¹ project in 2009-2010.

¹ "Migration and development in Senegal: an empirical analysis using matched data on Senegalese migrants and their origin households".

Semi-qualitative data on a small sample of Senegalese migrants in the Paris region were also gathered in 2012 to shed more light on the MIDDAS findings.

Assessing the role of information asymmetry and rent extraction

The first finding is that the discrepancies between migrants' (X_{hm}) and households' (X_{hh}) reports of the latter's characteristics (X_h), are systematically non-zero, and usually positive: $\Delta \equiv X_{hm} - X_{hh} > 0$, as illustrated by the asset variables in the table below. This means that migrants tend to overestimate or overstate the asset ownership and housing quality of their remittance recipients.

| | Fridge | Freezer | TV set | DVD | Radio | CD | Fan | Plow |
|---------------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|------------------|
| Mauritanian mean Δ | 0.126*** (0.044) | 0.133*** (0.041) | -0.018 (0.116) | 0.394*** (0.063) | 0.127 (0.130) | 0.072 (0.086) | -0.096 (0.123) | 0.036 (0.044) |
| European mean Δ | 0.238*** (0.067) | 0.305*** (0.057) | -0.430*** (0.122) | 0.353*** (0.095) | 0.344* (0.198) | 0.497*** (0.101) | -0.066 (0.253) | 0.049 (0.056) |
| F test: | 1.972 | 6.030** | 5.989** | 0.126 | 0.844 | 10.17*** | 0.012 | 0.032 |
| Maur. mean = Eur. mean | | | | | | | | |
| <i>p</i> -value | 0.161 | 0.015 | 0.0149 | 0.723 | 0.359 | 0.002 | 0.915 | 0.859 |
| Observations | 318 | 317 | 316 | 315 | 317 | 314 | 317 | 286 |

| | Seeddrill | Hoe | Car | Moped | Motorbike | Bike | Cart | Canoe |
|---------------------------|------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| Mauritanian mean Δ | 0.006 (0.033) | -0.060 (0.234) | 0.030 (0.035) | -0.018 (0.023) | 0.133*** (0.041) | 0.127** (0.058) | 0.139*** (0.052) | -0.042 (0.031) |
| European mean Δ | 0.046 (0.048) | -0.62** (0.266) | 0.267*** (0.066) | 0.212*** (0.072) | 0.126** (0.054) | 0.722*** (0.138) | 0.007 (0.047) | 0.027** (0.013) |
| F test: | 0.473 | 2.496 | 10.08*** | 9.249*** | 0.012 | 15.78*** | 3.605* | 4.111** |
| Maur. mean = Eur. mean | | | | | | | | |
| <i>p</i> -value | 0.492 | 0.115 | 0.002 | 0.003 | 0.912 | 0.000 | 0.059 | 0.044 |
| Observations | 318 | 317 | 316 | 317 | 316 | 316 | 316 | 315 |

Robust standard errors in parentheses.

The whole sample is used; country dummies are not displayed.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

There might be a host of explanations behind this pattern, which we investigate in order to see whether information asymmetry is likely at work. In effect, matched data almost necessarily entail a time gap between migrant and household surveys; migrants and households might have defined differently what belongs to the former and the latter; enumerators in Senegal may have been reluctant to do an exhaustive survey of large households; and migrants may have been tempted to exaggerate the positive impact of their remittances on X_h or give "socially desirable" answers to enumerators, as they could not check their assertions on the spot in Senegal. All these potential confounds are rejected by the data, as they cannot explain the positive discrepancies between migrants' and households' reports. Conversely, the discrepancies are shown to be positively correlated with different proxies of situations conducive to rent extraction, which provides further evidence of information manipulation by households.

Assessing the impact of information asymmetries on remittance behavior is complicated by the endogeneity of remitted amounts and monitoring. First, if X_{hm} can be manipulated by the household of origin, it cannot be argued to be exogenous. On the contrary, reverse causality is to be feared as manipulations are expectedly meant

to enhance remittances. Second, if migrants suspect rent extraction from recipients, they can resort to a variety of mechanisms to ensure that remittances are spent or used according to their preferences. For instance, they can impose a consumption pattern by sending in-kind remittances and gathering information on remittance uses through regular phone calls, visits to Senegal or from acquaintances that live or have traveled there. Since migrants' abilities to monitor and to remit are likely correlated and we have no instrument to help disentangle the two, the impact of information distortions on remittances cannot be studied directly. We thus use a model to buttress the information-asymmetry interpretation of the observed discrepancies.

Modeling information asymmetry in the remittance context: A soft-information framework

Migrants' remittances are modeled within a soft-information framework to account for the aggravation of information asymmetry when geographical dispersion comes into play. Soft information means that monitoring is costly and imperfect, so that migrants must in general base their remittance decisions on their recipients' reports rather than on verifiable, "hard" evidence. This framework seems particularly suitable to the remittance context: Contrary to the standard moral hazard literature, where effort may be unobservable but outcomes at least are common knowledge, migrants seem to face unverifiable actions and outcomes.

The model rests upon the assumption—supported by semi-qualitative evidence—that migrants send remittances for a particular purpose, and migrants can credibly threaten to put an end to remittances if recipients fail to comply with their instructions. Such purposes might include children's health and education, business investment and management decisions, daily consumption, the purchase of a particular asset or real estate projects. Because in our data the information sets of migrants and households can only be compared for the latter two categories, the empirical analysis that follows the model focuses on assets and housing quality.

The model yields testable predictions that are difficult to explain outside the information-asymmetry context, and supported by the data: First, remittance recipients may optimally choose to misreport information in order to obtain more remittances, which the significant, non-zero discrepancies illustrate; second, migrants' and recipients' reports can still be equal ($\Delta = 0$) after a successful "audit" of the latter's information by the migrant; third, remittances and monitoring co-vary positively as powerful incentives for compliance aggravate the temptation to manipulate information and thus call for investing more in monitoring; and fourth, misrepresentations are larger at the "bottom" of the distribution, i.e. where private information is the worst.

Derivation of the bias induced by rent extraction in "transfer regressions"

A natural question is then whether information asymmetry affects empirical analyses of remittance determinants. We derive based on the theoretical model the bias induced by information asymmetry in "transfer regressions", i.e. the regressions of the amounts remitted on determinants of migrants' remittance decisions that are commonly used in the literature. Whereas the empirical literature uses either migrants' or households' responses to surveys, implicitly regarding them as interchangeable, we show that this is a heroic assumption if information asymmetry cannot be ruled out and that using the one or the other may both entail a bias, but potentially pointing in opposite directions. These methodological findings are all the more important as the literature has mostly focused on determining remittance motives on the basis of the significance and sign of coefficients in transfer regressions.

Conclusion

Matched data enable us to contrast migrants' and households' descriptions of the latter's characteristics by computing the discrepancies between their responses to identical survey questions. We conclude that the discrepancies are systematically non-zero and most likely due to rent extraction by households of origin. Now, ignoring information asymmetry and using migrants' or households' reports in transfer regressions need not lead to the same results, both yielding severely biased estimates but potentially pointing in opposite directions.

To the best of our knowledge, information asymmetries have never been measured in the remittance context. Further empirical evidence is therefore needed, especially as small sample size and other data limitations remain a concern. However, should the results be confirmed by other studies, they carry important consequences for research on migrants' remittances. Finally, an avenue for future investigation, which our data did not allow, is information manipulation by migrants, for instance in order to alleviate the burden of their households' financial expectations.

* * *

MENTION GRAND PRIX

Les modèles de contagion : une application à la crise de la dette souveraine européenne

Biographie :



Emmanuel JEAN:

Etudes : Double diplôme d'ingénieur civil électricien à l'Ecole Supérieure d'Electricité (SUPELEC – FR) et à la Faculté Polytechnique de Mons (FPMS-BE)(2009). Mastère en Science de Gestion à la Louvain School of Management (UCL-Mons – BE) (2012)

Expériences professionnelles : Depuis 2009, ingénieur de recherche spécialisé en traitement du signal (reconnaissance vocale, détection de locuteurs et d'émotions dans la parole), machine learning et intégration de ses technologies dans des interfaces homme-machine (TCTS Lab – Université de Mons).

Depuis la crise des subprimes, la perception du risque souverain a fortement évolué. La crise financière a tout d'abord mis sous pression les pays dont l'endettement du secteur des ménages, du secteur bancaire, ou du secteur public s'était particulièrement creusé. Elle s'est ensuite propagée à d'autres pays, moins endettés, particulièrement au sein de la zone euro. Fortement touchés par cette crise financière, les banques et investisseurs doivent aujourd'hui repenser leurs stratégies dans le but de ne plus répéter les erreurs du passé. Il est donc impératif pour eux de mieux comprendre les tenants et aboutissants de la crise et les mécanismes de contagion qui s'y sont déroulés. Pour cela, ils peuvent s'appuyer sur des outils mathématiques adéquats tels que les modèles de contagion.

Deux phénomènes majeurs expliquent en grande partie la crise actuelle : la contagion, définie comme une augmentation significative des liens entre les marchés après un choc intervenu dans un (groupe de) pays ; et la fuite des capitaux vers des actifs moins risqués (que les anglo-saxons appellent « flight-to-quality »).

Les phénomènes de contagion observés durant cette crise sont fortement liés aux comportements des banques et des investisseurs.

D'une part, les banques investissent une part très importante de leur portefeuille en titres de dettes publiques, principalement à des fins de gestion de risque et de liquidité. Elles sont donc exposées à une diminution brutale des prix de la dette souveraine. De plus, certaines institutions financières actives sur le marché des CDS en tant que vendeuses de protection sont également exposées à des pertes en valeur de marché et à des pertes réelles en cas de restructuration de la dette. Ces facteurs peuvent affaiblir les ratios de fonds propres et affecter les canaux de financement de l'économie.

D'autre part, par manque d'information, une dégradation de la situation budgétaire dans un pays peut conduire les investisseurs à croire que d'autres pays le sont aussi ou le seront bientôt. Les investisseurs ne sont pas parfaitement informés des conditions macroéconomiques de chaque pays et peuvent parfois prendre des décisions sur base d'indicateurs ne reflétant pas la véritable vulnérabilité des états. Ils peuvent également baser

leurs propres décisions sur celles prises par d'autres investisseurs qu'ils croient mieux informés ou qui agissent tout simplement avant eux. En période de crise, les réajustements de portefeuilles sont donc fréquents et plus nombreux. Ils sont aussi plus fréquemment motivés par des mouvements de panique et des réactions grégaires, que par une véritable analyse financière.

Le rôle des modèles de contagion est de mettre en évidence les relations pouvant exister entre des grandes classes d'actifs telles que les actions, les obligations et les Credit Default Swaps (CDS). La mise en œuvre de ce type de modèle est cruciale, tant pour les banques que les investisseurs, car une mauvaise prise en compte de la corrélation entre les actifs financiers conduit à une appréciation erronée du risque d'un portefeuille.

Afin d'approfondir l'analyse de ces relations, deux types de modèles sont utilisés. D'une part, les modèles à changements de régime markoviens (MSVAR) permettent de détecter des changements structurels. Ils sont utiles pour déterminer la présence de phénomènes de contagion en identifiant l'existence de saut de corrélation lors de la transition entre régimes. D'autre part, les modèles autorégressifs généralisés avec hétéroscédasticité et corrélations conditionnelles dynamiques (DCC-MVGARCH) permettent de modéliser à la fois les variances et les corrélations de plusieurs séries temporelles. Les matrices de variance-covariance obtenues permettent de capturer les liens dynamiques entre les actifs et de mettre en évidence des changements brusques de corrélations pouvant être identifiés comme des phénomènes de contagion.

Dans un premier temps, les modèles sont appliqués de manière à présenter les liens entre indices boursiers et obligations sur la période allant d'août 1993 à décembre 2011 afin notamment de caractériser le contexte financier d'avant crise. Dans un second temps, ils sont utilisés pour étudier les relations entre indices boursiers, obligations et CDS juste avant et pendant la crise, soit de janvier 2006 à avril 2012.

Les premiers résultats empiriques démontrent l'existence de trois mécanismes majeurs durant la période précédant la crise de la dette souveraine : intégration financière, contagion et «flight-to-quality» (F2Q). D'une part, une corrélation presque parfaite entre les obligations souveraines des pays de l'Eurozone est observée depuis la création de la zone jusqu'au début de la crise, ce qui démontre l'impact de l'adhésion à l'union monétaire. D'autre part, les relations action-obligation présentent des périodes de hausses excessives de corrélation pouvant être interprétées comme des phases de contagion. A l'opposé, des périodes de baisses excessives de corrélation démontrent la présence de phénomènes de fuite vers les actifs de qualité, des actions vers les obligations mais également des obligations «risquées» vers les obligations «saines».

L'analyse empirique permet également d'identifier des comportements différents dans l'évolution des relations entre actifs financiers au cours de la crise. Elle souligne que la qualité de la dette joue un rôle majeur dans les relations entre ces actifs. Elle démontre que les divergences de comportement au cours de la crise sont principalement liées à la fragmentation des marchés obligataires européens depuis la faillite de Lehman Brothers. On peut justifier la corrélation négative entre obligations et CDS de certains pays «sains», tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, par le fait que les obligations de ces pays servent de valeur refuge par excellence dans les périodes de crise. Enfin, on constate que les phénomènes de contagion et de «flight-to-quality» détectés sont souvent liés à des événements clés dans le déroulement de la crise, comme la faillite de Lehman Brothers, ou encore à des effets d'annonce, comme le nouveau plan de sauvetage de la Grèce.

En conclusion, l'analyse des marchés financiers à l'aide de modèles de contagion permet d'identifier les grands mécanismes qui ont joué un rôle durant la crise. Les résultats obtenus mettent en avant des phénomènes de contagion et de fuite vers des actifs moins risqués. Mieux comprendre le timing et les causes de ces phénomènes est un point essentiel dans l'adaptation des stratégies des banques et des investisseurs. Les modèles

de contagion mettent en évidence les fortes variations de certaines relations entre actifs financiers pendant la crise. Ils démontrent à quel point une meilleure compréhension des dynamiques de corrélation est indispensable si les acteurs financiers veulent en minimiser les effets déstabilisateurs dans l'avenir.

* * *

MENTION GRAND PRIX

The relative performance of family-founded companies listed on the US stock markets where the serving CEO/Chairman is a founder

Biographie :



Muhammad TAHIR:

Muhammad Tahir attended Kingston University in 2012 and achieved Distinction in MSc Accounting and Finance. His dissertation received a Grand Prize Distinction in the 2013 international competition of the Centre des Professions Financières in Paris. Tahir began his academic career at Karachi University, gaining a B.Com in Accounting followed by an M.A. in Economics. His business experience in Pakistan included 3 ½ years as a Research Officer at Elixir Securities (Pvt) Ltd and 7 ½ years as a Research Assistant at KASB Securities Limited (an affiliate of Bank of America Merrill Lynch). He intends reading for a PhD, commencing in September, and aims to become a University Lecturer.

Family-owned and controlled businesses are an important part of any country's economy and they are a major contributor to the wealth of the United States where they comprise 80 to 90 per cent of all businesses. They generate 70 million jobs which constitutes 55% of the total. The Fortune 500 list of companies shows that 35% of those listed are family-owned and controlled. Furthermore, 50% of the US GDP comes from family-owned businesses. I chose to use family companies listed in the US as they are more numerous and contribute a higher proportion of GDP compared with the UK.

The widespread nature of family firms leads us to enquire whether this form of organisation has superior advantage in terms of performance compared with other structures. In the past several researchers have investigated the relative efficiency of family firms in the United States, but there has been no general agreement.

More up-to-date research suggests that the performance results of family companies are dependent on the organisational structure of the firm. Founders play an important part and their involvement in top management as CEO/Chairman results in higher efficiency (Villalonga and Amit, 2006).

Although previous researchers have carried out valuable work, I am extending this by studying the particular influence of a founder CEO/Chairman still in office in family firms. The research is unique as it concentrates on companies where the top executive is one of the richest people in the world (as listed by Forbes 2010), providing an interesting perspective not previously explored. It also examines the position both where economic conditions are normal and where they are affected by financial pressure in times of recession.

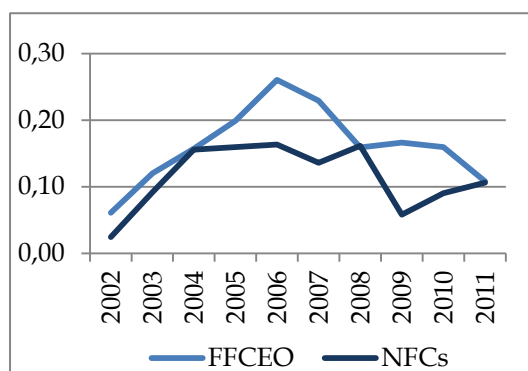
By focusing on companies founded by people who are now billionaires I examine the various types of family firms from a different viewpoint. My study looks at the performance of family companies founded by some of the richest people in the world and compares them with non-family companies of similar size and industry. It also compares family-founded companies where the founder is still in office as CEO/Chairman with family founded companies where the founder is not at present in office.

My data input for the selected 37 family-founded companies where the founder is a CEO/Chairman (FFCEO), 37 non-family companies (NFCs) and 23 family-founded companies where the founder is not a CEO/Chairman (FFNCEO) is taken from each company's financial statements for the period 2002-2011 as obtained from Bloomberg and Thomson Reuters. My selection of variables is similar to those chosen by other researchers in the field. I hope to extend knowledge of the performance of family companies not only in the long term, but also in the recession period of 2007-2011. The performance measures used are both accounting and market value based.

My findings show that using accounting return measures (ROE) family-founded companies outperform non-family companies for both periods. However, using the market measure (RET) outperformance is only shown for the period 2002-2011 and not during the recession of 2007-2011. It is also found that family-founded companies have added value compared with non-family companies when the CEO/Chairman is a founder of the family business. However, within family-founded companies, no performance advantage is found either in ROE or RET when the present CEO/Chairman is a founder of the company compared with those firms where the serving CEO/Chairman is not a founder.

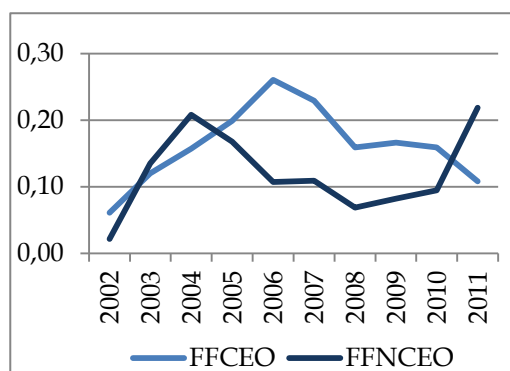
To illustrate further how performance measures have changed over the test period, charts 1 and 2 present the trend of ROE for FFCEO and NFCs and FFCEO and FFNCEO over the period of 10 years and charts 3 and 4 show the comparisons of RET for the same period.

Chart 1: ROE of FFCEO and NFCs



Source: Bloomberg & Thomson Reuters

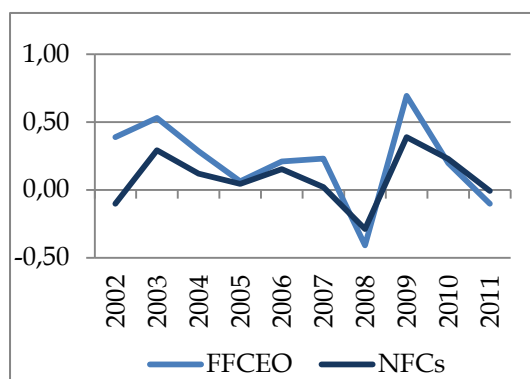
Chart 2: ROE of FFCEO and FFNCEO



Source: Bloomberg & Thomson Reuters

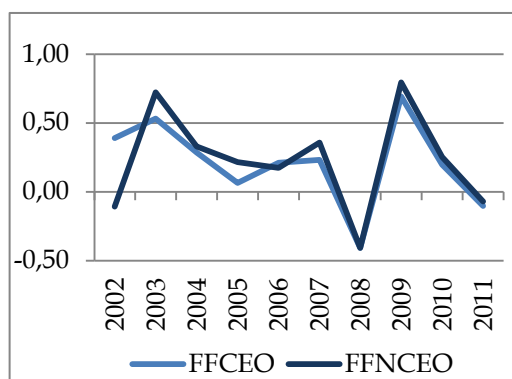
It can be seen from both sets of charts that the value of ROE commenced in 2002-2003 at a roughly similar level for all three types of companies. However, the performance of FFCEO climbed rapidly to a peak in 2006 before falling to the level of both the other two types towards the end of the period.

Chart 3: RET of FFCEO and NFCs



Source: Bloomberg & Thomson Reuters

Chart 4: RET of FFCEO and FFNCEO



Source: Bloomberg & Thomson Reuters

Charts 3 and 4 show a decline in RET for all three classes of companies commencing in 2003 and falling to an extreme low in 2008. They then began to climb reaching a peak in 2009. RET then began to decline again and it is interesting to note that the results for FFCEO and FFNCEO in respect of the last two years were almost identical.

In conclusion, family-founded companies where the founder being CEO/Chairman in office outperform non-family companies. This is mainly because they take a longer view on business to create wealth not only for the family but also for outside shareholders. They look at maximising the wealth to be transferred from one generation to another, so that their aim has a two-fold dimension.

* * *

PRIX INSTITUT LOUIS BACHELIER

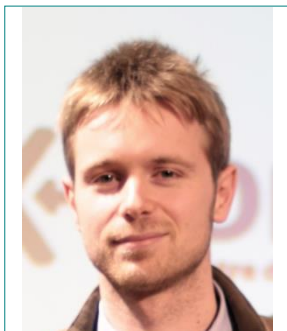
Impact des technologies de l'information et de la communication sur la productivité du travail : une approche non-linéaire

Biographie :

Benjamin DAVID:

Benjamin David a obtenu une licence de sciences économiques et sociales à l'université Paris 7, un master 1 en économie appliquée et un master 2 EIPMC (Economie Internationale, Politiques Macroéconomiques et Conjoncture) à l'université Paris 10 Nanterre.

Actuellement, il prépare une thèse dans une thématique proche de celle du mémoire primé. Elle porte sur l'incidence des technologies de l'information et de la communication sur l'activité économique.



Le point de départ de ce mémoire est le paradoxe de Solow (ou paradoxe de la productivité) formulé en 1987 qui renvoyait à la supposée insensibilité de la productivité aux nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (TIC). Un nombre significatif de travaux se sont penchés sur cette problématique avec des résultats d'abord contradictoires plus laissant la place à un quasi-consensus sur l'existence d'un impact positif. Pour expliquer cette séquence et aller plus loin que l'idée d'un effet favorable, la nécessité d'un temps d'ajustement nécessaire a été émise pour hypothèse de travail. Celle-ci a déjà été formulée par certains auteurs tel que David (1989) et s'appuie sur des arguments théoriques.

27

La tentative de vérification de cet effet a mobilisé un modèle économétrique de type Logistic Smooth TRansition (LSTR) susceptible de rendre compte de deux dynamiques successives, l'une correspondant à un délai d'intégration et l'autre à l'apparition de nouveaux gains de productivité. Ce modèle non-linéaire n'a été appliqué qu'à l'étude de la productivité du travail. L'apport principal du mémoire a été la mise en évidence du type d'effet retard postulé sur la majeure partie des pays étudiés (8 sur 12). Les résultats montrent aussi l'existence d'une hiérarchie dans le temps d'intégration des TIC qui a été l'objet d'une interprétation au moyen d'observations des différences structurelles pouvant exister entre les économies. De manière complémentaire, l'analyse a permis d'identifier d'autres types d'effet de seuil non-temporel mais liés aux variations de l'investissement en TIC et celles de la productivité du travail.

Ce travail a également accouché d'informations méthodologiques à commencer par l'intérêt de l'utilisation de variables en termes de services issus du capital. Celles-ci semblent produire des résultats plus intéressants que les variables d'investissement. Sur ce même plan, un autre apport concerne l'utilisation d'un modèle à changement de régime de type LSTR qui semble avoir démontré une certaine efficacité dans la mise lumière de l'effet retard postulé. L'auteur n'a pu trouver dans la littérature de précédent à l'utilisation de ce type de modèle ce qui singularise ce travail.

* * *

PRIX INSTITUT DES ACTUAIRES

Estimation de la mortalité des assurés à partir de la mortalité nationale et des indicateurs socio-économiques

Biographie :



Reda JARIR:

Après des classes préparatoires scientifiques au lycée La Martinière Monplaisir à Lyon, Reda JARIR a intégré en 2007 la grande école d'ingénieur ENSIMAG à Grenoble. Parallèlement à sa dernière année, il a suivi à l'ISFA les cours de master 2 recherche en gestion des risques d'assurance et de finance, cohabilité avec l'école Centrale Lyon. En 2010, il a intégré la dernière année de la formation d'actuaire de l'ISFA pour obtenir le titre d'actuaire.

Il a réalisé son premier stage à la direction financière de Groupama, puis est rentré chez AXA Global Life pour effectuer un stage de fin d'étude et une année d'apprentissage. Actuellement, il travaille chez AXA France au tant que souscripteur en réassurance pour grands comptes en santé et prévoyance

La tarification des produits d'assurance vie requière l'estimation de la probabilité de décès de la population couverte. Idéalement, les assureurs utilisent des tables de mortalité issues des études statistiques faites sur l'historique de la mortalité des assurés. Cependant, dans le cas de lancement de produits d'assurance vie dans des pays émergents, les données historiques sur la mortalité sont souvent défailtantes voire inexistantes. Pour contourner ce problème, les souscripteurs utilisent dans les meilleurs des cas des tables représentant la mortalité de la population générale du pays ciblé, auxquelles ils appliquent des abattements qu'ils déterminent par l'expérience des années qui suivent.

28

Analyse de la problématique

Dans son analyse de l'évolution démographique en France, Landry (1982) affirme que la France a connu une transition démographique, caractérisée par une baisse significative de la mortalité en 1934. Parmi les causes de cette transition démographique, il cite l'amélioration des infrastructures, des soins et de l'hygiène, ainsi que le développement de la médecine. Ces évolutions ont bénéficié en premier lieu à la minorité la plus aisée de la société. Ainsi, la mortalité d'une partie de la société se retrouve diminuée de manière significative par rapport au reste de la population. Landry confirme l'existence des inégalités face à la mort entre les classes sociales, ainsi que la contribution du développement dans l'accentuation de ces dernières.

En partant du principe que les pays émergents et quelques pays du tiers monde connaissent actuellement un développement économique et social rapide, il est alors naturel de penser que ces derniers soient en pleine transition démographique, similaire à celle qu'a connue la France en 1934, avec les inégalités face à la mort que cela engendre entre les différentes classes sociales. Dans les pays émergents, le taux de pénétration de l'assurance vie est très faible, ce dernier ne dépasse pas 0,3% dans les pays d'Afrique subsaharienne (Kamega & Planchet, 2011), ce qui implique que la population assurée n'est qu'une très petite minorité favorisée, qui est souvent caractérisée par de meilleures conditions de vie comparées à ceux de la population générale. Ainsi, la mortalité de la population générale n'est pas représentative de celle de la population assurée. En effet, dans le même article, la comparaison entre la population générale et la population assurée en Afrique subsaharienne

francophone, a montré que le niveau de mortalité des assurés est compris entre 8% et 34% de celui de la population générale. Nous concluons qu'en prenant le niveau de mortalité de la population générale, les compagnies d'assurance surestiment, et de manière significative, le risque de mortalité. Le moyen le plus simple pour approcher le niveau de mortalité des assurés est d'appliquer un coefficient multiplicateur sur les tables nationales. Le coefficient appliqué est déterminé a posteriori, car il résulte principalement de l'expérience.

Il faudra donc trouver un moyen simple qui nous permettra d'anticiper les écarts entre la mortalité des assurés et celle de la population générale sans avoir besoin d'utiliser les données historiques des assurés. Sachant que le niveau de développement ainsi que la qualité de vie et des soins dans un pays peuvent être quantifiés par des indicateurs socio-économiques, nous avons donc pensé à les utiliser pour expliquer les écarts de mortalité observés entre les assurés et la population générale

Constitution de la base de données

Pour construire un modèle prédictif, nous constituons une base de données composée des tables de mortalité des assurés, des tables de mortalité de la population générale, et d'un nombre limité d'indicateurs socio-économiques qui donnent une image du profil de chaque pays en termes d'égalité dans l'accès aux soins et la qualité de vie.

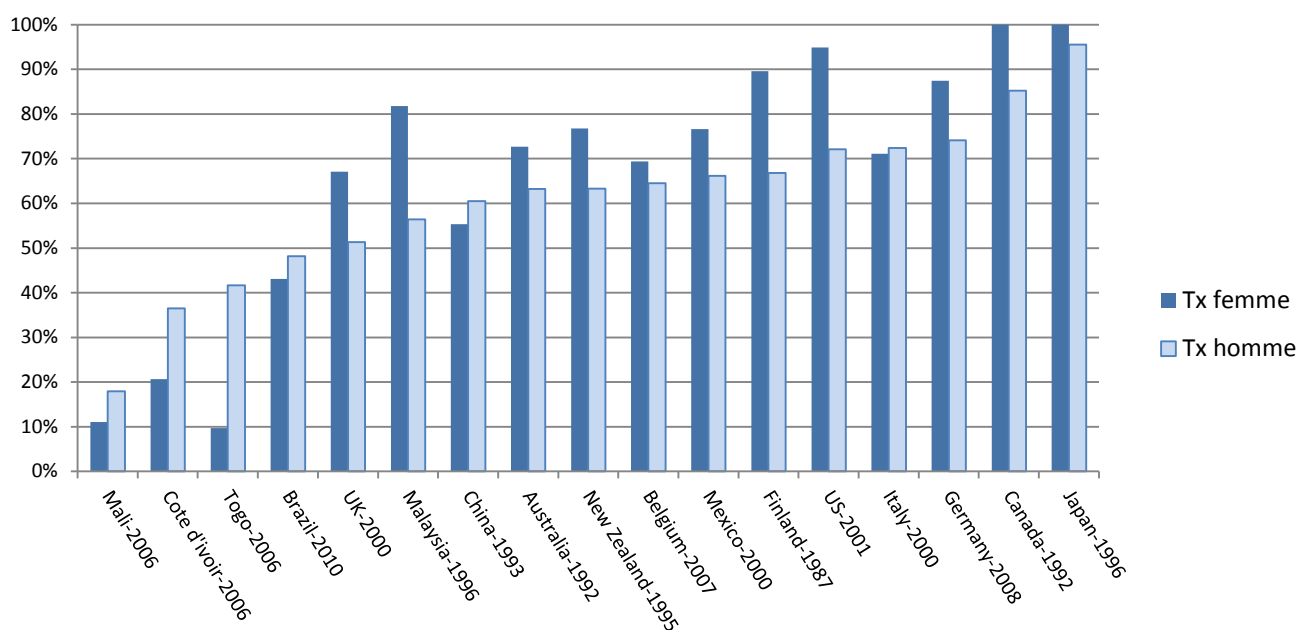
La mortalité des assurés est fortement influencée par les conditions de souscription. Elle varie aussi en fonction du type de la population assurée et du type de produit (contrats individuels, contrats groupes...). N'ayant pas suffisamment de tables de mortalité pour tous les types de contrats, et afin de limiter les biais liés à la politique de souscription et au type de population, nous nous contentons d'étudier la mortalité des assurés de manière générale. Nous utilisons alors, pour un même pays, des tables agrégées de plusieurs compagnies d'assurances, regroupant plusieurs types de contrats. Ces dernières sont issues de la base publique de la SOA (Society Of Actuaries). Vu le nombre limité de tables agrégées que nous avons pu collecter, nous avons aussi utilisé quelques tables d'expériences propres aux entités d'AXA. Ces dernières sont principalement des tables utilisées pour tarifer tout type de produits. Nous avons ainsi collecté des données sur les assurés pour dix-neuf pays. Nos principales sources de données pour les tables de mortalité de la population générale sont la base HMD (Human Mortality Database), et la base de données de l'OMS (Organisation Mondiale de la Santé).

Les données sur les indicateurs socio-économiques sont issues des bases de l'OMS et du PNUD (Programme des Nations Unies pour le Développement). Nous sélectionnons qualitativement dans un premier temps ceux qui sont potentiellement capables d'expliquer les écarts de mortalité. Nous retenons dix-sept indicateurs. Cependant, nous n'avons que dix-neuf pays, donc dix-neuf variables à expliquer. Nous réduisons le nombre des indicateurs choisis, en éliminant statistiquement ceux qui sont les moins pertinents. Nous procédons à une analyse exploratoire des données, en utilisant la technique de classification hiérarchique combinée à une analyse en composantes principales. Nous retenons enfin neuf indicateurs (variables explicatives) pour dix-neuf pays (variables à expliquer).

Stratégie adoptés et méthodes statistiques utilisées

La distinction entre les hommes et les femmes, que nous retrouvons dans les tables de tarification des produits d'assurance vie, est principalement justifiée par le comportement de la mortalité qui varie significativement entre les deux sexes. Nous vérifions ce phénomène pour les écarts entre la mortalité des assurés et celle de la population générale. Pour cela, nous calculons les rapports des taux de mortalité par âge entre les deux populations, pour différents pays en distinguant les deux sexes. Nous calculons ensuite les

moyennes arithmétiques des rapports des taux, que nous notons T_x , pour les âges où nous avons le plus de données à savoir entre 35 ans et 65 ans tel que $T_x = \frac{1}{30} \sum_{n=1}^{30} \frac{q_{35+n}^{assurée}}{q_{35+n}^{générate}}$. Nous retrouvons alors la figure suivante :



Nous observons dans la figure que les rapports T_x varient d'un pays à un autre différemment entre les deux sexes. Cela implique que nous devons faire la distinction entre les hommes et les femmes dans notre étude. Les pays d'Afrique subsaharienne présentent des rapports de taux de mortalité, entre population assurée et population générale, significativement bas par rapport aux autres pays.

Nous effectuons dans un premier temps une régression multiple sur l'ensemble des indicateurs, et ensuite, par étape, nous éliminons les variables explicatives afin de minimiser le critère du BIC. Nous avons remarqué que pour les hommes, le résultat de cette procédure de choix des variables explicatives varie considérablement si nous ôtons les pays de l'Afrique subsaharienne. Nous avons d'abord pensé que cela est dû à l'instabilité du processus de sélection (Breiman, 1996). Cependant, les différents tests effectués montrent que le phénomène sur les autres pays est très modéré par rapport à celui observé sur les pays d'Afrique subsaharienne. Nous en concluons que les particularités des pays d'Afrique noire (taux de prévalence de SIDA et taux de mortalité infantile particulièrement élevés) rendent l'impact sur la mortalité de certains indicateurs (la richesse du pays par exemple) peu significatifs. Nous avons donc développé deux modèles dans un premier temps en utilisant les modèles linéaires généralisés. Un premier modèle est construit sur un échantillon d'apprentissage ne contenant pas les données des quatre pays d'Afrique subsaharienne. Un second modèle est construit sur un échantillon d'apprentissage englobant l'ensemble des pays. Nous testons ensuite le premier modèle sur tous les pays, puis nous procédons à un arbitrage entre les deux modèles pour choisir celui qui présente la meilleure qualité de prédiction. Pour mesurer la qualité de prédiction, nous avons choisi l'estimateur +.632 (Efron & Tibshirani, 1997) qui fait appel aux techniques du Bootstrap. Cet estimateur a l'avantage de prendre en considération l'effet du sur-ajustement tout en proposant un bon compromis entre biais et variance dans l'estimation de l'erreur de prédiction.

Résultats de l'étude

Les résultats sont très différents entre les hommes et les femmes. Le modèle des hommes est nettement plus précis que celui des femmes. Pour déterminer une marge de prudence à prendre lors de l'utilisation des deux modèles, nous avons calculé par bootstrapping les bornes supérieures de l'intervalle de confiance à 95% pour chaque pays de notre échantillon. Nous déterminons donc la marge de prudence comme étant l'écart moyen observé en valeur absolue entre les valeurs réelles et les bornes supérieures. Chez les hommes, cet écart moyen s'élève à 7,1%. Et chez les femmes il est égal à 13,5%. Nous incluons donc par additivité dans le modèle des hommes et celui des femmes les marges de prudence respectives.

Le modèle prédictif pour les hommes est alors le suivant:

$$Tx = \max[15\% , \min(100\% , \varphi(UA, TEH, LE, GNI) + 7,1\%)]$$

Avec

$$\varphi(UA, TEH, LE, GNI) = \frac{1}{7,67 \cdot 10^{-5} UA^2 - 3,63 \cdot 10^{-4} TEH - 9,2 \cdot 10^{-4} LE^2 + 6,87 \cdot 10^{-5} GNI + 5,78}$$

- UA : Pourcentage de la population vivant en zone urbaine
- TEH: Dépenses totales en santé par personne
- LE : Espérance de vie à la naissance
- GNI : Produit intérieur brut par habitant

Et le modèle prédictif pour les femmes est le suivant :

$$Tx = \max[15\% , \min(100\% , \phi(UA, IDH) + 13,5\%)]$$

Avec

$$\phi(UA, IDH) = -5,07 \cdot 10^{-5} UA^2 + 1,94 IDH - 0,476$$

- IDH : Indice de développement humain

Les signes des coefficients des variables TEH et LE signifient que les écarts de mortalité sont décroissants avec l'espérance de vie et les dépenses en santé par personne. Des dépenses moyennes élevées en santé par personne sont représentatives d'un bon système de santé et d'un accès aux soins étendu à un large pourcentage de la population, ce qui implique des inégalités réduites face à la mort. Une moyenne nationale très élevée de l'espérance de vie à la naissance reflète des bonnes conditions de vie pour l'ensemble de la population du pays en question, ce qui explique des écarts de mortalité moins prononcés entre les assurés et les personnes non couvertes par une assurance. Cela dit, les signes des coefficients du UA et du GNI ne semblent pas évidents à expliquer, car ils impliquent que plus le pays est urbanisé et riche, plus l'écart de mortalité entre les assurés et la population exclue du système d'assurance sera important. En d'autres termes, l'évolution de l'urbanisation et la croissance de la richesse nationale creusent les inégalités face à la mort entre les individus. Nous ne pouvons certes conclure si facilement sur l'effet pervers de la richesse d'un pays sur la mortalité des classes sociales les moins favorisées, mais il est sûr que dans un modèle capitaliste et libéral, la croissance économique n'est pas toujours accompagnée par l'évolution du bien être des plus pauvres.

Conclusion

La cartographie du monde, que nous avons réalisée avec nos modèles prédictifs, montre que chez les hommes, la majorité des pays se retrouvent avec un coefficient multiplicateur, permettant d'approcher la mortalité des assurés à partir des tables de mortalités nationales, compris entre 45% et 75%. Tandis que chez les femmes, une grande partie des pays se retrouvent avec un coefficient supérieur à 75%.

La cartographie du monde a révélé que les modèles prédictifs sont moins pertinents quand nous les appliquons sur des pays très particuliers comme le cas du Luxembourg par exemple. L'étude présentée dans ce document nous révèle que l'espérance de vie moyenne à la naissance ainsi que l'Indice de Développement Humain donnent une bonne idée des inégalités face à la mort dans le pays étudié. Elle corrobore aussi l'idée que la mortalité des femmes ne réagit pas de la même manière que celle des hommes, et qu'elle est beaucoup moins sensible aux différents paramètres exogènes.

Bibliographie :

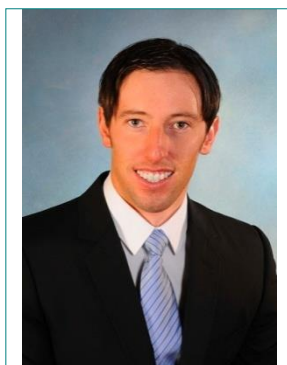
- Breiman, L. (1996). Heuristics of instability and stabilization in model selection. *The Annals of Statistics*, 24 (6), pp. 2350-2383.
- Efron, B., & Tibshirani, R. (1997). Improvements on Cross-Validation: The .632+ Bootstrap Method. (A. S. Association, Ed.) *Journal of the American Statistical Association*, 92 (438), 548-560.
- Kamega, A., & Planchet, F. (2011). Analyse et comparaison des populations générale et assurée en Afrique subsaharienne francophone pour anticiper la mortalité future. Lyon
- Landry, A. (1982). La révolution démographique-Etudes et essais sur les problèmes de la population. Ined.

* * *

PRIX AFGAP-PRMIA

Stochastic filtering in credit markets: an application of the Kalman filter for the time-varying analysis of the dynamics of sovereign CDS and government bond markets in the EMU

Biographie :



Klaus PLATTNER:

Klaus Plattner graduated summa cum laude from the University of Innsbruck School of Management, Austria, with a Master of Science degree in Banking and Finance in October 2012. In March 2010 he graduated cum laude from the University of Innsbruck School of Management, Austria, with a Bachelor of Science degree in Economic Science. During his graduate studies, Klaus interned at UniCredit S.p.a. in the Equity Research Department gaining work experiences as a sell-side analyst. Prior to his academic career, Klaus was an international competing Alpine Ski athlete and was part of the U19 Italian national ski team. He is an ISIA certified Alpine Ski-Instructor. In his spare time, Klaus enjoys practicing sport, trading with his personal trading account, playing poker and travelling.

Abstract

This thesis examines the time-invariant and time-variant dynamics of sovereign CDS and government bond markets in seven European Monetary Union countries in the time period from January 2005 to June 2012. The objective is to investigate the theoretical "no-arbitrage" relationship between CDS and bond markets that should hold in a frictionless market and to test the relative price dominance in the pricing of credit risk. This is achieved with the use of a Vector Error Correction Model and a Granger-Causality test. Special emphasis is placed on the time-varying nature of the price discovery relationship. With the use of a Vector Error Correction Model within a time-varying parameter framework and the application of the Kalman filter for the estimation of these parameters, we present an innovative approach for the analysis of the price discovery properties in credit markets. Our results indicate that such relationships are strongly time-varying and conditioned by the market environment. These results not only provide new insights into the nature of the relationship between sovereign CDS and government bond markets, but also prove that the use of time-invariant point estimations, especially over a several year time horizon, cannot adequately explain dominance relationships.

Background

The relationship between sovereign credit default swap (CDS) and government bond markets in developed countries attracted only recently the attention of researchers and practitioners, as the public finances of most of these countries deteriorated significantly. Before the financial crises, government debt issued by developed country sovereign entities has been treated as almost risk-free, given the perceived high credit quality of most issuers. However, the global financial crises that followed the collapse of Lehman Brothers in September 2008 and the successive increasing public sector deficits to levels last seen after World War II led to a fundamental reassessment of the default risk of developed countries. As a result, the trading activity in sovereign CDS markets of many advanced economies increased strongly. In the euro area the situation was

further intensified in the first half of 2010, as sovereign debt markets of some peripheral European Monetary Union (EMU) countries came under unprecedented stress due to massive sell-offs in government bonds, with CDS spreads jumping to levels far beyond their prior all-time highs. These events and the worsening of the current crises has turned the overall market attention to sovereign debt.

Some market participants have started to express their doubt whether these changes in the sovereign CDS premiums accurately reflected the countries' actual fiscal situation. Especially the use of naked CDS positions has come under increasing criticism, suggesting that the speculative use of CDSs by market participants has caused or accelerated the rapid decline in bond prices of the Eurozone countries of Portugal, Ireland, Italy, Greece, and Spain, also known as the "PIIGS". In May 2011, BaFin, Germany's financial regulator, banned naked CDS positions of Eurozone sovereign bonds on the grounds that the market in European sovereign debt is rife with speculation. Later in October 2011, the European Parliament and Council agreed on new rules for short selling and naked credit default swaps on sovereign issuers. These rules came into force on March 25, 2012 and will become effective from November 1, 2012, on new entered sovereign CDS contracts.

Whether these new regulatory measures are necessary or justified is heavily debated by industry and academic experts. Since the link between cash bond and CDS markets is complex and deeply affected by different degrees of liquidity and other market imperfections, it is difficult to provide clear cut answers. While some argue that CDSs have had a negative impact on the borrowing costs of the European peripherals, there are others, who are very concerned that the banning will only serve to exacerbate the problem.

The relationship between Credit Default Swap and Cash Bond Markets

Theoretically there exists a no-arbitrage condition between the cash and the synthetic price of credit risk. As both the cash and the derivative market price credit risk, arbitrage forces should drive investment decisions and tie up the two credit spreads in the long run, ensuring an equilibrium condition between the two markets. In a frictionless market the difference between the two credit spreads, also known as the basis spread or credit basis, should therefore be equal to zero. However, in contrast to this theoretical prediction, a large amount of empirical work finds that CDS spreads consistently deviate from bond yield spreads. These differences in the spreads lead to questions about differences in the price discovery mechanism in both markets. The issue of the relative ability of cash and derivative markets to discover prices has important implications for hedgers, speculators, arbitrageurs, and other parties, such as regulatory authorities, with interests in the functioning of the derivative markets. Therefore, the analysis of the price dominance relationship of cash and derivative markets provides an important insight into their functioning.

Methodology

The empirical analysis is conducted on a sample, which comprises of daily observations on 5-year sovereign CDS spreads and 5-year bond yield spreads of seven EMU countries, namely Austria, France, Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain. The bond yield spreads are thereby calculated using daily quotes of 5-year German bonds as risk-free rate. The sample period is January 3th, 2005, to June 29th, 2012. We choose Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain as they represent the countries that have experienced the most stress in their sovereign bond markets. We include Austria and France in our dataset as a reference.

In a first step we provide a quantitative analysis of the price relationship between the sovereign CDS and bond market of the seven core EMU countries in the sample. We test the long-term equilibrium condition of a zero CDS-bond basis by conducting a test of cointegration. The existence of a stable cointegrating relationship

between the two credit spreads requires thereby a statistically significant long-term connection between CDS and bond markets. The possibility that credit risk would be priced in unrelated ways in the cash and derivative market could therefore be ruled out.

In the second step of our analysis we examine the price dominance relation between sovereign CDS and bond markets in a time-varying framework using the Kalman filter. Previous studies in the field used only point (time-invariant) estimations to assess the relative ability of CDS and bond markets to incorporate new information. In a first step, we too test the price discovery relationship between CDS and bond markets in a time-invariant framework by estimating a Vector Error Correction Model (VECM) and a Granger-Causality test. Then, in a second step, we switch to a time-varying framework, transforming the VECM in state space form and applying the Kalman filter. Based on the prior test of cointegration, the VECM investigates whether the CDS market anticipates the bond market in pricing, or merely adapts to the bond markets' valuation of credit risk. By transforming the VECM in state space form, we can use the Kalman filter for the estimation of time-varying parameters in the VECM. Thus, we obtain insight on how the price dominance changes over time.

Results

The results of the “no-arbitrage” relationship test between both sovereign CDS and government bond markets show persistent deviations of the theoretical zero-basis over the whole sample period for all of the countries in the sample, especially after the financial crisis 2008-2009. Whereas before the financial crisis the basis fluctuated around zero in all of the countries, after 2008 we observe large positive deviations in Austria, France, and Spain. Greece, Ireland, Italy, and Portugal, on the other hand, show large negative basis fluctuations after 2008, with Greece, Portugal, and Ireland maintaining some persistent negative episodes, especially during 2010 and 2011.

The cointegration analysis, which is used to test whether arbitrage forces assure a long-term relationship between sovereign CDS and government bond markets using the Engle-Granger two-step method and the Johansen maximum likelihood procedure confirms a cointegrating relationship between both credit markets for all of the countries in the sample and support the theoretical equilibrium of equal prices for credit risk in the long-term. Further, the time-invariant analysis of price discovery between CDS and bond markets using a Vector Error Correction Model and a Granger-Causality test supports the results of other studies in the field by showing a general tendency of CDS markets to lead bond markets in price discovery in the EMU countries.

Finally, the time-varying analysis of price dominance between CDS and bond markets using a Vector Error Correction Model within a time-varying parameter framework and applying the Kalman filter for the estimation of these parameters shows that price dominance is clearly time-varying for all countries in the sample. This observation represents the key finding of this thesis and proves that the use of time-invariant point estimations, especially over a several year time horizon, cannot adequately explain dominance relationships. In all of the countries in the sample the overall nature of dominance is found to have experienced significant changes. Whereas CDS markets tended to lead price discovery before and partially after the financial crisis of 2008-2009, bond markets clearly dominated price discovery during the events of the collapse of Lehman Brothers in September 2008 and in the last 1.5 years of our sample period after 2011. In contrast the time-invariant measure suggests a CDS market leadership over the whole sample period.

Conclusion

The implication, which can be derived from this thesis, is the following: While CDS markets largely fulfill their expected leadership role in the price discovery process, as it was suggested by previous studies, great care must be taken when making generalized statements about such attributes. As our work shows, the leadership in the price discovery process may be influenced by external market circumstances as well as by actions of market participants and can therefore not be considered as an absolute financial law. This finding may be addressed especially to policy makers, who in the current market environment are continuously blaming naked CDS positions for driving bond yields higher in the underlying government bond markets, due to the widely held belief that CDS markets lead bond markets in the price discovery process as suggested by time-invariant measures. In the current market environment, however, this leadership role of CDS markets in the price discovery process, as we have proven, actually does not even exist.

* * *

PRIX CNCC

An economic analysis of the German bankruptcy code in the context of the European reform movement

Biographie :

Benjamin LAUFER:

2011-2012

- HEC Paris, France MSc. International Finance (Highest Honours)

2012-2013

- Houlihan Lokey, Frankfurt, Germany Financial Analyst, Financial Restructuring Division

2011

- Barclays Capital, London, United Kingdom Summer Analyst in ECM and FIG divisions



With the implementation of the latest bankruptcy code reform of March, 2012¹, Germany has followed other major economies of the European Union (EU) which have implemented significant reforms of their corporate bankruptcy codes over the last 15 years. By and large, these countries replaced the antiquated and mostly punitive bankruptcy codes with more turn-around friendly procedures aimed at preserving the financially distressed firm. The rationale for this movement is grounded in the realization that periods of operational underperformance and financial distress are natural components of the corporate life cycle in a free-market economy. Therefore, the underlying goal of these reforms was to reduce welfare losses² by better providing financially distressed firms with a viable commercial core with procedures to achieve a turn-around. The study shows how this legal transformation can be linked to the proliferation of the capital markets in Continental Europe.

This paper seeks to provide an economic analysis of the new German bankruptcy code by analyzing it from both a financial as well as a legal perspective. Research in Europe on the welfare effects of bankruptcy codes has significantly been constrained by a set of factors, the most important one being data availability. Consequently, existing empirical studies often stand in isolation due to the specificity of the data. The paper provides a more homogenous framework of existing studies reviews the development of the codes of Germany's major economic peers and then analyzes the German code based on this benchmark. The theoretical analysis is substantiated with the discussions of cases which set precedents for the practicability of bankruptcy codes, accounting for the important role of the practical use of a code, which can eliminate legal uncertainties and create a competitive advantage by itself.

A set of changes with a clear turn-around-facilitating character are identified. Most prominently, these include the introduction of a pre-insolvency umbrella procedure, the easier access to self-administration for the debtor and the extension of the restructuring plan to shareholder rights, including the explicit institution of a debt-for-equity swap. Especially the latter instrument is shown to better address the needs of current restructurings in the light of more complex corporate capital structures. By providing a more debtor-friendly code, the restructurings of complex debt structures, including public debt, the presence of specialized distressed

debt investors and mezzanine debt can better be coordinated. Given that ca. 95% of German distressed corporate debt is held by specialized investors and a significant amount of refinancings are due as early as 2013, the need for an effective, flexible and competitive code was imminent. Overall these changes have provided the legal groundwork to mitigate significant deficits of the German code vis-à-vis its European peers, in the “competition of bankruptcy codes”. At the same time, the review has shown a set of shortfalls of the reform, relating especially to claw-backs on out-of-court agreements, the cram-down mechanism, as well as the lack of structural change of the judicial authorities to increase the expertise of the courts. These shortfalls, aggravated by cultural inertia will likely prolong the transformation of the German bankruptcy landscape into a more turn-around facilitating jurisdiction. Consequently, the United Kingdom will likely preserve its role as the most attractive restructuring jurisdiction.

Nonetheless, the reform constitutes a significant and vital step, especially with regards to the changed reality of European capital markets and the investor landscape. This is all the more important as the dynamic for reform across Germany’s major economic peers will be further catalyzed, in part due to the persistent recessionary economic climate across most of Europe and especially in Spain and Italy. Notably, the UK has been surveying experts to assess the needs for further reforms. The continued reform movement in turn will drive further change in the German insolvency landscape.

* * *

PRIX FBF

Les interactions entre innovations financières et réglementaires : causes et conséquences de la crise

ou

Comment la crise a conduit les instances de régulation financière européennes à se réinventer

Biographie :



Simon RITZ:

A l'issue d'une licence mention Langues étrangères appliquées au commerce et aux affaires internationales et d'un stage réalisé au sein du Consulat général de France à Barcelone, intègre le master Gestion financière et espace européen du Centre Européen Universitaire (Université de Lorraine) et travaille en tant que vacataire pour le Centre de recherche en économie financière et gestion des entreprises (laboratoire CEREFIGE, EA3942) de l'Université de Lorraine.

Ce travail, faisant la synthèse d'un mémoire de recherche en finance soutenu en Août 2012, sous la direction de J.-N. Ory, professeur en sciences de gestion au Centre Européen Universitaire (Université de Lorraine), propose une tentative d'analyse des conséquences de l'innovation financière en termes de stabilité et de régulation financières, au travers d'une étude des liens entre l'innovation et la crise financière mondiale des années 2007 à 2009.

39

Tentative de définition : vers une approche extensive de l'innovation financière

À ces fins, il apparaît indispensable de proposer préalablement un ancrage théorique pour définir le phénomène d'innovation en finance. Une approche théorique robuste doit alors pallier les insuffisances des apports de l'économie industrielle et des théories du progrès technique de Schumpeter, qui représentent pourtant les premières références théoriques utilisées dans l'analyse du processus d'innovation en finance, mais aussi parvenir à une définition systématique et normalisée de ce phénomène complexe et protéiforme, que la communauté scientifique n'est toujours pas parvenue à définir de manière consensuelle. Des auteurs tels que Gubler (2010) ou Blach (2011) retiennent alors une approche extensive de l'innovation financière, fondée sur les éléments constitutifs des systèmes financiers, à laquelle nous souscrivons : l'innovation financière pourrait alors être définie comme l'ensemble des changements affectant la nature, la diversité ou le fonctionnement des marchés, institutions, et instruments financiers.

Facteurs, dynamiques et conséquences de l'innovation financière : la dialectique de la réglementation

Pour appréhender les facteurs qui président aux processus de changements au sein des systèmes financiers, nous avons préféré les approches qui proposent une endogénéisation des causes de l'innovation financière, telles que les théories de Kane (1981, 1986) et de Silber (1975) : les comportements innovants

représenteraient une réaction adaptative des agents privés aux imperfections des marchés, résultant notamment de la réglementation financière.

Si, au contraire, l'environnement économique et financier ne présentait aucune imperfection et que les marchés étaient parfaitement efficaces au sens où l'ensemble des produits et services existants permettaient de répondre à l'ensemble des besoins de financement et d'investissement dans tous les états de la nature, alors on pourrait arriver à un corollaire de l'hypothèse de non-pertinence de la structure du capital de Modigliani & Miller concernant l'innovation financière, qui s'apparenterait à un processus de mutations neutres n'aboutissant à aucun bénéfice privé ou public supplémentaire par rapport aux institutions, marchés et instruments existants. Partant de cette hypothèse, l'existence d'imperfections telles que les asymétries d'information ou les coûts de transactions, crée une demande pour des solutions telles que l'innovation financière. Au premier titre de ces imperfections se placent, c'est un truisme en économie financière, la fiscalité et la réglementation.

Comme les agents privés, le comportement du régulateur serait motivé par des impératifs de compétitivité : ses actions seraient dictées par la nécessité de maintenir ou d'accroître sa part de marché, c'est-à-dire de retenir ou d'attirer un maximum d'agents financiers au sein de la juridiction considérée. En théorie, les agents privés régulés, qui recherchent systématiquement l'environnement réglementaire qui leur est le plus favorable, ont la possibilité de quitter une juridiction, ce qui impose une pression sur le coût et la qualité du service de régulation. En pratique, le « marché de la régulation » est hautement imparfait et les agents privés font face à des coûts de sortie du marché élevés : plutôt que de migrer vers une juridiction concurrente, les agents privés vont alors mettre en place des stratégies de contournement de la réglementation afin de minimiser son coût, jugé excessif. Cet arbitrage réglementaire passe notamment par le développement d'innovations financières complexes exploitant les lacunes de la réglementation. Les contournements modifiant les coûts et les bénéfices du cadre réglementaire du point de vue du régulateur, il réagit alors à cet arbitrage dans l'objectif de se rapprocher de la réglementation optimale, ce qui peut aboutir à une modification de la réglementation existante. Finalement, la nouvelle réglementation est à nouveau susceptible de donner lieu à des stratégies de contournement de la part des agents régulés : il s'établit donc une relation dynamique entre régulateur et régulés, caractérisée par des mouvements d'opposition successifs - réglementation, contournement et reréglementation - et appelée dialectique de la réglementation dans les travaux de Kane (1981).

La force du modèle de Kane réside dans la relation évolutive qu'il établit entre la réglementation et l'innovation financière, assimilable à un jeu de stratégie dynamique entre deux agents au minimum, ainsi que dans sa capacité d'endogénéisation des facteurs de l'innovation financière. La réglementation constitue en effet un facteur endogène de l'innovation financière dans le sens où elle représente une réaction adaptative du régulateur à un changement environnemental, qui est à son tour susceptible de déclencher une adaptation des agents privés – pouvant prendre la forme de stratégies de contournement utilisant l'innovation financière – qui modifie la nature de la réglementation optimale et suscite une nouvelle réaction des instances de régulation. La réglementation est donc à la fois cause et conséquence de l'innovation financière.

Appliquée à l'innovation financière, la dialectique de la réglementation a de nombreuses implications en termes de stabilité financière. Premièrement, chaque séquence de la dialectique conduit à une modification de la répartition du risque entre agents financiers qui conditionne, toutes choses égales par ailleurs, la stabilité à moyen terme du système financier. Les stratégies d'arbitrage réglementaire représentent un défi pour le régulateur dans la mesure où elles aboutissent à une complexification croissante des systèmes financiers et, finalement, à une augmentation des asymétries d'information dont souffre le régulateur par rapport aux nouveautés, puisque ces dernières exploitent précisément les lacunes de la réglementation. En outre, le caractère

dynamique de la relation entre innovation et réglementation implique que les politiques de régulation ne peuvent être basées sur des modèles d'équilibre stationnaire : l'opposition entre régulateur et régulés trouvant son origine dans un précédent conflit, le régulateur doit envisager la situation au-delà du conflit immédiat qui l'oppose aux agents privés et anticiper les (ré)actions de ces derniers pour évaluer les conséquences à long terme des modifications de l'environnement réglementaire. Pour autant, la dialectique de la réglementation suppose qu'à long terme, seules les normes de régulation économiquement efficaces survivent : les agents privés développant précisément des stratégies de contournement parce que les normes inefficaces leur imposent des coûts jugés excessifs (excédant en tous cas les coûts associés au développement de telles stratégies), la dialectique peut alors être interprétée comme un processus séquentiel de recherche de l'efficacité réglementaire dans un contexte de concurrence institutionnelle.

Le rôle de l'innovation dans la crise financière mondiale des années 2007 à 2009 : une illustration de la dialectique de la réglementation

Le cadre théorique de la dialectique de la réglementation nous a ensuite permis de mettre en évidence le rôle des interactions entre innovation et réglementation dans le déclenchement et la propagation de la crise : les coûts associés à certaines contraintes réglementaires, notamment la réglementation prudentielle internationale issue des Accords de Bâle, ont donné lieu au développement de stratégies de contournement reposant largement sur des innovations financières complexes exploitant les lacunes de la réglementation, telles que la titrisation, les crédits subprime ou les *credit default swaps*.

La dialectique de la réglementation s'est donc illustrée dans le déroulement de la crise financière mondiale dans la mesure où la concentration des risques qui ont mené au déclenchement de la crise résulte, pour partie, des stratégies de contournement de la réglementation développées par les intermédiaires financiers. En effet, ces innovations financières ont produit des inefficacités opérationnelles (telles qu'une sous-évaluation des risques et une mauvaise évaluation des actifs) et un accroissement des asymétries d'information (notamment dans le modèle *origination-distribution*) qui ont contribué à l'excès de risques à l'origine de la crise, mais aussi aux mécanismes de contagion à l'origine de son aggravation, de sa propagation à l'ensemble du système financier international, puis à l'économie réelle.

Pour reprendre les termes de Kane, l'instabilité a été le prix de l'inefficacité de la régulation économique et financière, qui s'est avérée incapable d'envisager les conséquences de la réglementation de manière dynamique et d'anticiper les stratégies d'arbitrage réglementaire développées par les agents régulés. Cet échec n'est pas dû à une absence ou à une insuffisance de la régulation, mais bien à l'incapacité ou au manque de volonté du régulateur à s'adapter au dynamisme de l'innovation financière. En insistant sur l'inadaptation des modèles d'équilibre stationnaire en matière de régulation et sur la nécessité d'anticiper les conséquences de la réglementation au-delà de ses effets immédiats, Kane envisageait dès 1981 les défaillances de la réglementation financière aujourd'hui impliquées dans la crise.

Les conséquences de la crise sur les instances et les normes de régulation financière en Europe : des innovations réglementaires ?

L'opposition dynamique entre les agents régulateurs et les agents régulés qui caractérise la dialectique de la réglementation s'est également illustrée à un second niveau : les débordements de l'innovation financière et leur implication dans la crise ont déclenché une réaction adaptative du régulateur, qui a conduit à des réformes affectant l'essentiel du périmètre de la régulation financière. Les trois séquences de la dialectique de la

réglementation (réglementation, contournement et reréglementation) se sont donc illustrées dans le déroulement de la crise financière mondiale.

La création de trois autorités européennes de surveillance, la compensation centralisée des produits dérivés, l'introduction de ratios de levier, de liquidité et de tampons contracycliques, ou encore l'évolution de la Banque Centrale Européenne vers un rôle de surveillance macroprudentielle ont modifié le fonctionnement des marchés et peuvent à ce titre être qualifiées d'innovations réglementaires. Nous formulons alors l'hypothèse que l'évolution de la réglementation financière peut être considérée comme une innovation financière à part entière. Cette intuition résulte du caractère endogène de la réglementation, à la fois cause et conséquence de l'innovation financière, mais aussi du caractère innovant des réactions du régulateur aux stratégies de contournement développées par les intermédiaires financiers : au-delà des normes et de l'architecture de la réglementation, la crise a suscité une modification du comportement du régulateur et l'a forcé à repenser le rôle, les paradigmes et les stratégies de la régulation financière.

En effet, les réformes consécutives à la crise sont marquées par une tendance à l'élargissement du champ de la réglementation avec le développement d'une approche macroprudentielle visant à prévenir la matérialisation du risque systémique et à limiter les externalités négatives, notamment la procyclicité, de la réglementation financière. Elles témoignent aussi de l'évolution des paradigmes de la régulation, qui a apparemment renoncé au laissez-faire et à la déréglementation : à cet égard, les exemples les plus évidents restent sans doute l'effort de réglementation du shadow banking et l'instauration de contreparties centrales sur les marchés de produits dérivés, auparavant considérés comme réservés à un usage professionnel et ne nécessitant qu'une réglementation minimale. La régulation financière a également progressé vers une meilleure prise en compte des stratégies d'arbitrage réglementaire: l'intégration européenne et la coordination internationale, les consultations publiques et les réponses des instances de régulation aux critiques du secteur bancaire formulées à cette occasion, ou encore la précocité des réformes attestent d'un comportement plus anticipatif et dynamique du régulateur.

Conclusion

L'évolution de la régulation financière peut être considérée comme une innovation financière à part entière, à partir du moment où elle est le produit de la réaction adaptative et créative du régulateur, et aboutit à une modification de la nature et du fonctionnement des systèmes financiers. Le clivage entre innovation financière publique et privée établi par de Boissieu (1987) contribue également à renforcer cette hypothèse. L'innovation privée interviendrait de façon décentralisée par ajustement de l'offre et de la demande des agents privés pour de nouveaux produits ou services financiers et constituerait fréquemment une riposte aux contraintes réglementaires. À l'inverse, si l'innovation financière publique intervient de façon centralisée à l'initiative ou sous le contrôle des autorités monétaires ou de marché, n'est-elle pas assimilable à un phénomène de régulation ? Innovation et réglementation représenteraient alors les deux faces d'une même pièce, c'est-à-dire des manifestations différentes d'un processus de changement des systèmes financiers, porté par des agents privés (régulés) dans un cas et publics (régulateurs) dans l'autre, afin de répondre aux contraintes de compétitivité qui les affectent. Le clivage entre ces deux types de comportements innovants, et donc l'existence même de la dialectique de la réglementation, résulterait alors uniquement d'un écart significatif entre les préférences publiques et privées. Finalement, le phénomène d'innovation en finance pourrait être redéfini comme un processus de changement de la nature ou du fonctionnement des instruments, institutions et marchés financiers, mais aussi des normes de régulation qui s'y rapportent.

Au-delà de leur intérêt académique, ces considérations soulèvent des enjeux politiques évidents pour les instances de régulation financière. En effet, la crise peut être analysée à la lumière de différentes conceptions théoriques, telles que l'aléa moral et les asymétries d'information des théories de l'agence, l'idéologie de l'intérêt général, les effets externes des théories utilitaristes et du bien-être, ou encore les comportements mimétiques des théories cognitives, qui ne sont pas nécessairement compatibles au sein d'une même politique de régulation : le rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales est une norme qui relève de l'intérêt général, mais qui a néanmoins contribué à accroître l'aléa moral. Il est limité par la réglementation prudentielle, qui vise l'internalisation des risques bancaires, mais dont les externalités négatives n'ont pas été bien anticipées. Si les mouvements d'opposition successifs qui caractérisent la dialectique de la réglementation conduisent effectivement à un processus séquentiel de recherche de l'efficacité réglementaire, la question est alors de savoir si les effets d'apprentissage qui résultent de la crise ont permis au régulateur d'intégrer l'ensemble de ces paradigmes dans les réformes et d'améliorer en conséquence l'efficacité de la régulation financière.

* * *

PRIX PARIS EUROPLACE

Economic analysis of stock exchange consolidation

Biographie :



Jedrzej MAZUR:

Jedrzej Mazur is currently working as Finance Analyst at Deutsche Bank in Frankfurt. He graduated from Warsaw School of Economics (B.A. in Finance & Accounting) and Goethe University Frankfurt (M.Sc. in Management). Jedrzej gained practical experience through internships with Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers, Deutsche Bank and Boston Consulting Group. In years 2010-2011, he was working as a Graduate Student Research Assistant at Chair of e-Finance held by Prof. Peter Gomber. Jedrzej was awarded scholarships by German Academic Exchange Service (DAAD), CFA Institute Germany and Dean of Warsaw School of Economics.

In the last two decades, the evolution and international integration of capital markets has fundamentally altered the stock exchanges' operating environment. Globalisation, deregulation, demutualization and advances in technology were the key drivers of this change. In order not to lose competitive advantages, stock exchanges started to consolidate, taking advantage of economies of scale and network externalities. In the wake of a fierce competition within the industry, stock exchanges were forced to reformulate their business strategy and governance structure in order to operate more efficiently. One way to achieve the above mentioned cost efficiencies was to merge with other exchanges.

The aim of my thesis was to analyze motives behind stock exchange consolidation as well as to investigate the economic impact of stock exchanges M&A. In particular, the thesis tried to answer the following research question: Do stock exchanges mergers and acquisitions create shareholder value? In order to evaluate the abnormal stock performance of acquirers and targets following the merger announcement, an event study methodology was employed. The synergistic potential in the stock exchanges industry is substantial, taking into account large economies of scale and significant network externalities. Therefore, one would expect that stock exchange mergers and acquisitions are value enhancing projects and contribute to shareholder value generation.

The results of the empirical investigation show that on average stock exchange mergers are zero NPV projects. Interestingly, in the long run stock exchanges that underwent a merger significantly underperform the benchmark Dow Jones Global Exchanges Index. Hence, the question arises why exchanges engage in non-value enhancing merger activities. Based on an extensive literature research, three hypotheses were raised. The first assumes that managers do not act in the sole interest of shareholders, i.e. they prefer to lead larger companies, which increases their power and remuneration (empire building). Another explanation refers to the hubris theory (Roll, 1986), stating that managers are overconfident about expected synergies arising from a merger, which leads to overpayment for the target firm. According to the third hypothesis, the market for corporate control is efficient and target shareholders receive all the wealth generated by the acquisition.

In my thesis, the analysis of consequences of stock exchange consolidation was performed both from the viewpoint of the stock exchange shareholders as well as from the micro- and macroeconomic perspective. More precisely, it has been investigated how the market consolidation affects transaction costs and macroeconomic

performance. Based on numerous empirical studies, it can be argued that stock exchange consolidation may result in a decrease in transaction costs as investors are expected to benefit from the enhanced liquidity. Furthermore, higher liquidity translates into lower company's cost of capital. This may lead to an increase in the level of corporate investment expenditures, which directly affects the gross domestic product. Furthermore, increased liquidity, bundled with other consequences of stock exchange consolidation (e.g. the possibility of international risk sharing and a wider portfolio diversification) should improve the market efficiency and spur economic growth. Efficient markets, in turn, foster financial and monetary stability.

A main concern with respect to stock exchange consolidation refers to the monopolistic position of the combined entity. A lack of competition may have a detrimental effect on innovation and technology solutions. Furthermore, integration of stock exchanges could adversely influence the domestic stock market development.

The question whether stock market consolidation benefits or hampers market quality has been investigated in an extensive number of empirical studies. Yet the results are inconclusive. On the one hand, market consolidation leads to higher liquidity (through the network externality) and enables the most efficient execution of trades (by exploiting economies of scale). On the other hand, fragmented markets foster competition, innovation and can better satisfy needs of heterogeneous traders.

It is interesting to predict whether the establishment of a single global stock exchange is feasible. Even though there is a clear rationale for order flow consolidation (network effects and scale economies), it seems that in the future trading will be dispersed across a small number of trading venues. These venues will address the desire for product differentiation, existence of cross-country regulatory and legal differences as well as home bias in portfolio selection. Following Huyghebaert (2007), I expect that exchanges will consolidate according to the federal stock market model. It assumes the introduction of a common trading platform with a simultaneous preservation of the identity of sub-exchanges. This model could solve one of the main drawbacks of market consolidation, i.e. domestic market development as it will ensure that growth companies will have a further access to the local investor base. Furthermore, the existence of a few consolidated stock exchanges will ensure that none of them will earn monopoly rents.

Overall, it is surprising that the impact of stock exchange consolidation on shareholder value creation has been given so little attention in the literature. To my knowledge, my thesis is a pioneering study in this field. Therefore, it will contribute to the market microstructure literature by providing empirical evidence on the influence of M&A on stock prices and returns of both the acquiring and acquired stock exchange. Moreover, it aims to provide a comprehensive framework for a systematic analysis of both micro- and macroeconomic implications of stock exchange consolidation.

* * *

PRIX SFAF

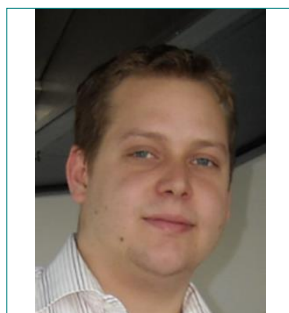
Performance and analysis of the oldest mutual fund, the Scottish Widow's Fund from 1815 to 2000

Biographie :

Dorian MORMONT:

Education: Holds a bachelor degree in Economics and a master degree in management science from the Solvay Brussels School of Economics and Management respectively passed with laude and magna cum laude award.

Professional Experience: After some financial internship experiences in banks and Belgian public institution, Works as a Financial Business Analyst at Belfius Insurance (formerly Dexia Insurance Belgium).



This research presents an analysis of the evolution of the oldest mutual fund: the Scottish Widows Fund. This fund has been created in 1815 and has been bought by the Lloyd's banking group in 2000. The aim of this research is to analyze deeply the mechanisms that have permitted to this fund to survive for almost two centuries, even if it has been impacted by different crisis or market changes. This will be done by analyzing the investment management and the performance of the portfolio owned by the fund.

The analysis will be performed on an original self-created database, from the annual reports of the company under the agreement of the Lloyd's banking group.

The first step of the analysis describes the economic environment at the creation of the portfolio, and the reasons of the creation of life insurance policies. The findings showed that it was a combination of several factors as Mathematics, Medicine, politics, etc. This chapter also describes the mutualized form of the company, making it half-way between a life insurance portfolio and a mutual fund.

The second step of the analysis presents the global evolution of the portfolio. This section presents the evolution and the benchmark of the portfolio value with different variables as GDP, English Stock Index, or an English Composite Index. This chapter also introduces the net rates of return of the portfolio detained by the SWF during the two hundred years. Those rates of returns –the core concept of the research- are not constant throughout the years. After benchmarking, analyzing and presenting the descriptive statistics of those rates of returns, the risk premiums on the investments of the portfolio have been computed. The main question on this chapter is the reason of the variations of the SWF's rates of returns and the risk premiums on the investment.

The third step of the analysis tries to explain the variations on the returns of the portfolio by its composition. The look on the global composition of the fund for the two hundred years reveals that the composition has radically changed during the existence. Then, the two hundred years have been divided in smaller periods, in order to analyze the effect of the changes in the portfolio composition on the returns. The different investment strategies that the fund applied have been very different in terms of risk exposition, and in

the realized rate of return. The conclusion of this chapter tries to find the best investment strategies, and tries to highlight the different mistakes in investment strategies that the fund possibly did.

The fourth part of the analysis presents a short –illustrated- evolution of the UK accounting rules from 1815 until 1993.

Finally, the paper concludes by the lessons that could be taken from the past, from the past failures, in order to improve our financial knowledge, and to improve our financial investment decisions.

* * *

PRIX AFG

Asset management - university endowments

Biographie :



Jiri KNESL:

Education: M.Sc. in Finance and Accounting at the Vienna University of Economics and Business (2012), B.Sc. in Business Administration at WU Vienna (2009), M.Sc. in Quantitative Finance at WU Vienna (expected 2013)

Professional Experience: Analyst and Portfolio Manager in the Portfolio Management Program at the Research Institute for Capital Markets, Teaching Assistant for several finance-oriented courses (master level) at the Vienna University of Economics and Business

University endowments are an important source of funds for universities in United States and Canada. From the point of view of the asset management, university endowments are very interesting types of investors, which may take advantage of various features of different asset classes. The investment style, especially the asset allocation, of the university endowments has changed over time and today the endowments allocate more capital to alternative asset classes (i.e. real estate, hedge funds, private equity, venture capital, natural resources) than two decades ago. There are, however, big differences in the asset allocation among the endowments. The most innovative endowments with regards to the asset allocation to the alternative asset classes are the largest endowments in terms of asset under management. The big and well-known pioneers are the endowments of the Harvard University and the Yale University. The small endowments mimic the innovative asset allocation but with some time lag. With 53% of equity and 42.3% of fixed income and cash, the average asset allocation of the university endowments covered by the NACUBO Endowment Study was very similar to the conventional 60/40 (equity/fixed income) asset allocation policy in 1993. Nevertheless, the average asset allocation to alternative assets rose from a bare 3.8% in 1993 to 23.5% in 2008. However, this trend is not the same across the whole endowment universe. The largest university endowments (with more than USD 1 billion in asset under management) allocated, on average, 48% to alternative asset classes in 2008, while 'only' 32% in 2002. In contrast, the smallest endowments (with less than USD 25 million in asset under management) invested only 6.8% of the wealth in alternative assets in 2008, one percentage point more than in 2002. Therefore, the central motivation of this thesis is to examine whether the shift in the asset allocation towards the alternative assets is beneficial for the endowments whether both large and small endowments would profit from investing in alternative assets. Accordingly, the central questions of this thesis are: Do the asset allocation policies with increased allocation to alternative assets lead to superior performance compared to the conventional 60/40 portfolio? What are the limits of these alternative asset allocations?

Since the thesis deals with various allocations to alternative asset classes, a proper understanding of these asset classes is needed. Therefore, a substantial part of the thesis studies both the quantitative and qualitative characteristics of both conventional and alternative asset classes. The quantitative analysis is based mainly on the concept of the Capital Asset Pricing Model and the methodology from the book Leibowitz et al. (2010). This methodology decomposes the return of each asset class in three parts. The first part is the risk-free rate, whose volatility is zero, per definition. The second part is the (expected) beta excess return that is determined

by the asset class's beta (i.e. structural beta) and the market risk premium, where the structural beta relates the return of the asset class to the return on equity. Accordingly, this beta excess return is replicable by a combination of equities and cash from the theoretical point of view. The third part of the return, which is called structural alpha, is the difference between the total return of the asset class and the sum of the risk-free rate and the beta excess return. The structural alpha is the asset class's unique return, which is not replicable by combination of equity and cash. Similarly, the total volatility is divided into two parts. The first part is the beta volatility. It is the risk associated with the beta excess return, which is calculated from the asset class's structural beta and the equity volatility. In this sense, it is the equity risk contained in the particular asset class. The remaining volatility is the risk associated with the structural alpha. Leibowitz et al. (2010) say following: "Structural alpha risk which has zero correlation with U.S. equity, reflects other risk factors, such as currencies, interest rates, liquidity concerns, and so forth."

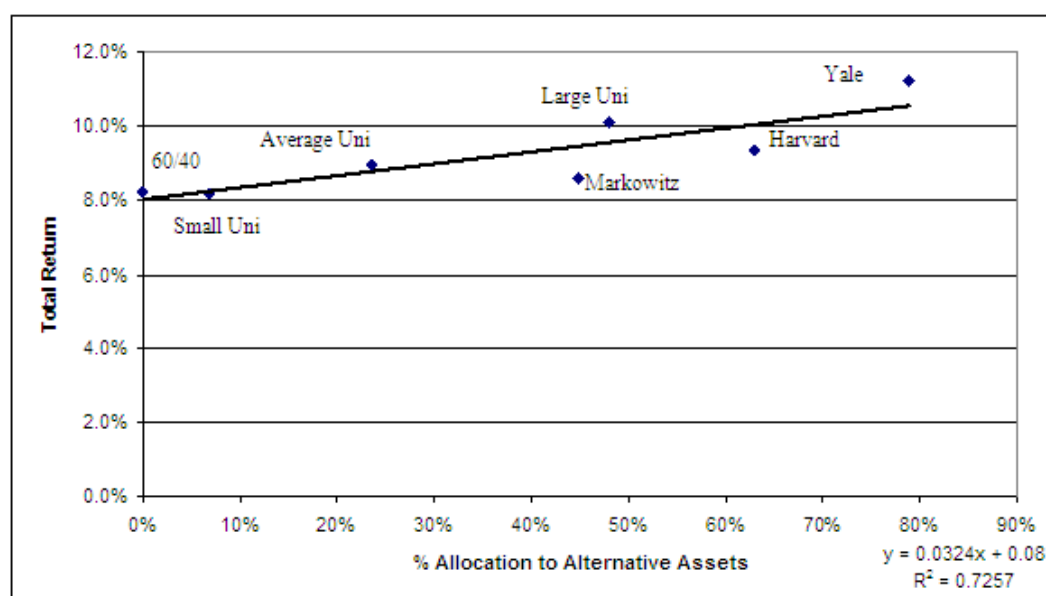
The analysis of the asset classes shows that alternative asset classes offer different mean-variance profiles and return distributions, varying correlations, and greater potential for active portfolio management than the conventional asset classes. The main disadvantages are the lack of information and non-investable benchmarks associated with these assets.

The analysis of the different asset allocation policies is set up as follows. In total 7 portfolios are analyzed. The first portfolio is the conventional 60/40 portfolio, which serves as the baseline benchmark portfolio, which does not require any special knowledge and skills of asset management. This asset allocation policy is very similar to those policies applied approximately twenty years ago. The following three portfolios (Large Uni, Average Uni, and Small Uni) represent the average asset allocation of the university endowments covered by NACUBO Endowment Study in fiscal year 2008. Large Uni corresponds to endowments with more than USD 1 billion in asset under management and invests approximately 48% of wealth in alternative asset classes; Small Uni, to endowments with less than USD 25 million in asset under management with about 7% in alternative assets. Average Uni represents the average asset allocation of all endowments covered by the study and invests ca. 24% in alternative assets. Furthermore, there are two portfolios representing very pioneering asset allocation policies, namely the Harvard portfolio and the Yale portfolio. The former has the target asset allocation of the endowment of the Harvard University in 2010 with portfolio weight of the alternative assets of 63% and the latter has the target allocation of Yale's endowment in the same year with alternative assets making ca. 78% of the whole portfolio. The last portfolio is the theoretical ex-post Markowitz portfolio. This portfolio has the optimal ex-post asset allocation, which was determined by in-sample optimization, and is meant to provide an example of the ideal asset allocation policy. It is interesting to point out that its portfolio weight of the alternative assets (ca. 45%) is very close to that of the Large Uni portfolio.

All portfolios are rebalanced to the original asset allocation weights at the beginning of every fiscal year, i.e. at the beginning of the third quarter. The performance of the portfolios is calculated from the real historical quarterly returns on benchmarks of the individual asset classes represented by following indices: Venture capital: Cambridge Associates U.S. Venture Capital Index®, Private equity: Cambridge Associates U.S. Private Equity Index®, Hedge funds: Hedge Fund Research Index, International stocks: MSCI EAFE, Emerging markets: S&P/ICFI, U.S. stocks: S&P500, Real estate: NCREIF, Fixed income: Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index and Natural resources: Goldman Sachs Commodity Index S&P GSCI®. The whole analysis is calculated once without any spending (i.e. the funds are kept in the endowment) and once with spending (i.e. the endowments pay out 5% of the average portfolio value to support the university).

The analysis shows that the alternative asset classes are able to change the portfolio in a considerable way. The increased allocation of capital to alternative asset classes generates better performance results than the conventional 60/40 portfolio. Basically, while the beta excess return decreases, the alpha return and the total return increase. Systematic risk is decreasing and unsystematic (alpha) risk is increasing with higher alternative asset allocation. These effects result in almost constant total portfolio volatility. Consequently, the examined portfolios, which try to capture the university investment policies (i.e. Large Uni, Average Uni, and Small Uni), are constructed in the way that the alternative asset classes do not lower the total portfolio risk by diversification effects but rather increase the total portfolio return, which enables higher spending rates, i.e. more funds for the associated university. The total volatility of the first six portfolios (i.e. without the Markowitz portfolio) is between 9% and 10% but the differences in the average returns are large. The Yale portfolio generates the highest average total return of 11.22%, while the 60/40 portfolio earns the lowest average total return of 8.21%. However, the theoretical ex-post Markowitz portfolio shows that a reduction in the portfolio total risk by keeping the total return on the same level is possible. This portfolio has a moderate average total return of 8.61%, while the total volatility is only 2.9%.

The figure below shows that there is a positive and almost linear relationship between the allocation to alternative assets and the total return. Similar positive relationship exists between the structural alpha return and the allocation to alternative assets. The relevant measure from the point of view of the associated universities is the spending rate. Yale portfolio allows the highest maximum possible spending rate (7.09%). The maximum possible spending rate is defined as the spending rate which still secures the preservation of the portfolio's purchasing power. The Large Uni and the Harvard portfolios are on the second and the third place with 5.93% and 5.49%, respectively. The 60/40 portfolio allows the lowest maximum spending rate of only 4.08%.



This diagram plots the allocation to alternative assets of each portfolio (x-axis) and the total return on each portfolio (y-axis). The equation and R-squared of the regression line is in the right-hand bottom corner.

Consequently, the answer to the central question of whether the increased allocation to alternative asset classes leads to superior return is: yes, the portfolios which consist considerably of alternative asset classes according to the recent trend among university endowments generate superior return-risk profiles compared to the 60/40 portfolio. However, the investor has to be aware of the pitfalls and anomalies of these alternative assets. First of all, the calculations are partially based on non-investable indices. Basically, investing in some of

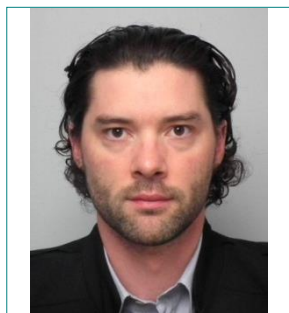
the alternative asset classes such as hedge funds and private equity is not as simple as investing in listed equity and requires excessive research activity, which exceeds the framework of allocation policy decision. Second, although as the analysis shows, the simple mimicking of the asset allocation policies of the most successful endowments leads to a better performance, it is not enough to achieve the same performance. The thesis shows that one of the important aspects, which distinguish the alternative asset classes from the conventional assets, is the potential for successful active portfolio management. In this sense, the total performance of the university endowments depends not only on the asset allocation policies but also on other factors, for instance those, which determine the skills and the capacity of the portfolio management body. These factors are especially important for investing in alternative asset classes since the average performance of these assets captured by the indices described above may already assume some active portfolio management skills.

* * *

MENTION AREIM

L'expertise immobilière des actifs de santé : enjeux, méthodes et limites

Biographie :



Benoît KLEIN :

Directeur du développement à Icade Promotion, au sein du département « Partenariats Publics et Santé », Benoît est titulaire d'une maîtrise de philosophie (1996) et d'un Master 2 en immobilier (Paris-Dauphine 2012).

Anciennement Directeur d'établissements et de services pour personnes âgées, il intervient en particulier dans le cadre de Partenariats-Publics-Privés (contrat de partenariat, bail emphytéotique administratif ou hospitalier...) pour développer des équipements sanitaires, médico-sociaux, sportifs, culturels, universitaires...

Introduction

Depuis 2006-2007, en France, on constate un intérêt régulier et croissant des investisseurs pour les actifs dits de santé. 2011 a été une année record pour ce marché particulier (683 M€ de transactions). Mi-2012, les experts tablent sur 800 M€, soit environ 5% du marché global de l'immobilier d'entreprise.

Dans le même temps, en raisons d'obligations réglementaires ou au titre des bonnes pratiques, ces investisseurs sont de plus en plus tenus de faire régulièrement évaluer leur patrimoine immobilier : compagnies d'assurances (depuis 1990), SCPI (Société Civile de Placements Immobiliers) (depuis 1993), sociétés faisant appel public à l'épargne (depuis 2000), entreprises cotées (depuis 2002).

Dans ce contexte, l'expertise en murs de santé a émergé en 2007-2008 et s'est depuis régulièrement développée. Les premières évaluations des actifs de santé ont été réalisées sans véritable connaissance des supports et de leur exploitation. En 2012, l'accès aux informations financières des exploitants est difficile, la transparence sur les données de transactions n'est pas de mise et les pratiques en expertise sont hétérogènes.

Pour favoriser la structuration du marché de l'investissement en murs de santé et pour se protéger des risques spéculatifs dans un secteur aux enjeux sociétaux forts, comment les experts peuvent-ils définir un modèle d'évaluation propre, des pratiques communes et des indicateurs homogènes ?

L'exploitation des établissements de santé

On appelle « immobilier de santé », les murs des établissements sanitaires et médico-sociaux.

Les exploitants de ces établissements peuvent être privés non-lucratifs (associations, fondations, mutualités), publics (communes, hôpitaux...) ou privés commerciaux.

Parmi les établissements sanitaires, on distingue :

- dans le secteur public, les hôpitaux : CH (Centre Hospitalier), CHR (Centre Hospitalier Régional), CHU (Centre Hospitalier Universitaire), CHS (Centre Hospitalier Spécialisé), hôpitaux locaux, USLD (Université de Soins de Longue Durée)...
- dans le secteur privé, les cliniques MCO (médecine, chirurgie et obstétrique), SSR (soins de suite et de réadaptation et PSY (lutte contre les maladies mentales).

Parmi les établissements médico-sociaux, on distingue principalement :

- pour les personnes âgées, les EHPAD (établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes) et les logements-foyers,
- pour les personnes handicapées, les MAS (maisons d'accueil spécialisées) et les FAM (foyers d'accueil médicalisés).

Les cliniques et les EHPAD commerciaux sont les seuls établissements de santé à avoir fait l'objet d'externalisations et à être soumis à évaluations réglementaires régulières. Ils représentent 14,5 millions m².

Les secteurs sanitaire et médico-social sont régulés : la création de ces établissements est soumise à autorisation administrative préalable de l'ARS (Agence Régionale de Santé) ou du Conseil Général. Cette barrière est une protection pour les exploitants et pour les investisseurs.

Les ressources et les tarifs des établissements de santé sont contrôlés. La Sécurité sociale est le principal financeur des établissements sanitaires. Sa qualité rassure les exploitants et les investisseurs. Dans les EHPAD, les ressources sont apportées par le résident pour l'hébergement, par la Sécurité sociale pour les soins et par le Département pour la prise en charge de la dépendance. Cette pluralité des contributeurs est assimilée comme un risque pour les investisseurs, ce qui explique que les EHPAD affichent des rendements moindres que les cliniques pourtant moins liquides du fait de leurs spécificités architecturales et techniques (blocs opératoires, plateaux techniques, locaux aveugles ...).

Le marché de l'exploitation des établissements de santé est structurellement porteur en raison d'une croissance démographique forte et d'un vieillissement démographique durable. On s'attend dans les prochaines années à une augmentation des besoins en établissements de soins et en établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes. Dans le même temps, en raison d'une contraction des capacités financières de l'Etat et des collectivités, les créations de lits et places en établissements de soins et d'hébergement sont temporisées voire stoppées. Dans un marché de pénurie, leurs exploitants se concentrent sur la croissance externe. Celle-ci profite principalement au secteur commercial, au détriment des opérateurs publics.

Les opérateurs de cliniques et d'EHPAD commerciaux se sont regroupés et concentrés : -44% de cliniques sur 20 ans, à capacité quasi-constante et huit groupes gèrent chacun plus de 1.000 lits et places. Pour les EHPAD, 64% de l'offre privée commerciale est gérée par 15 groupes et quatre leaders exploitent chacun plus de 10.000 lits. Les fusions et les regroupements entre exploitants sont surtout motivés par la recherche de financement pour les mises aux normes, les rachats de concurrents et les acquisitions d'équipements plus récents et plus pointus, mais aussi par la recherche d'économies d'échelle.

Pour financer leur modernisation et leur croissance, les exploitants commerciaux ont commencé à externaliser leurs murs au début des années 2000.

L'investissement en immobilier de santé

L'externalisation des murs des établissements de santé par les exploitants répond à une double attente : se concentrer sur leur cœur de métier et trouver les moyens de financer leur croissance externe et les travaux de remise aux normes. La première opération significative a eu lieu en 2004 : Korian a cédé 22 EHPAD à la Foncière des Murs pour 88 M€.

Pour les investisseurs, les actifs de santé constituent un marché d'opportunités : ces actifs sont peu volatils car découplés des cycles économiques. Les produits sont disponibles et largement répartis sur le territoire. Les exploitants se sont professionnalisés, structurés et concentrés. Les baux sont triple-net, fermes, de longue durée et les loyers indexés. Les taux d'occupation sont proches des 100%. La rentabilité est récurrente, élevée (6 à 8%) et stabilisée. Le secteur d'activité est durablement porté par la démographie.

Le marché de l'investissement en murs de santé a encore un fort potentiel : les 75.000 à 100.000 créations de lits en EHPAD qui seraient nécessaires d'ici 2025 représentent un investissement potentiel de l'ordre de 4 à 8 Mds € sur 10 ans et les 10 premiers opérateurs de santé détiennent encore en propre près de 5 Mds € de patrimoine immobilier.

L'appétence croissante des investisseurs pour les actifs de santé pourrait faire craindre la formation d'une bulle immobilière autour des murs de santé. L'expertise de santé peut-elle apporter les outils pour lutter contre ce risque spéculatif sectoriel ?

L'expertise immobilière des actifs de santé

Evaluer un bien immobilier, c'est mesurer sa valeur de marché (valeur vénale) ou sa valeur locative de marché.

La méthode d'évaluation appliquée aux actifs de santé est propre aux actifs monovalents : il s'agit de la méthode dite « professionnelle », une dérivée de la méthode par comparaison directe et de la méthode par le revenu présentée dans la Charte de l'Expertise en évaluation immobilière.

Cette méthode s'applique en deux étapes :

- En premier lieu, on analyse le loyer réel (contrat de bail), reconstitué ou théorique (par l'application d'un taux d'effort normatif sur le CA (chiffres d'affaires) ou sur l'EBITDAR (earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rent) pour simuler un loyer net admissible.
- Ensuite, on capitalise ce loyer par application d'un taux de rendement et on obtient alors la valeur vénale droits inclus.

Dès lors, se posent les questions de savoir quel CA prendre en compte et comment déterminer le taux normatif à appliquer au CA et le taux de rendement à appliquer au loyer.

D'après les experts interviewés pour ce mémoire, les usages pour le calcul du loyer admissible font apparaître des fourchettes larges : les CA normatifs varient pour une clinique entre 60 à 200 k€/lit et pour un EHPAD entre 25 à 50 k€/lit. L'EBITDAR normatif se situe pour une clinique entre 15 à 35% du CA et pour un EHPAD entre 25 à 40% du CA. Le taux d'effort normatif pour le calcul du loyer oscille pour une clinique entre 25 à 50% de l'EBITDAR et pour un EHPAD entre 44 à 60% de l'EBITDAR.

Ces écarts de ratios font craindre des écarts significatifs de valorisation : à titre d'illustration, retenir 50% plutôt que 25% de l'EBITDAR pour calculer le loyer admissible, revient à doubler la valeur des murs.

De même, les assiettes de CA varient selon les professionnels interrogés. Pour un EHPAD, faut-il prendre en compte tous les produits, y compris les recettes soins et dépendance ? Dans ce cas, comment prévoir l'évolution de ces ressources qui sont sans prise avec l'immobilier ? Pour les cliniques, faut-il considérer tous les revenus, y compris les redevances payées par les médecins ?

Les modalités de construction des taux de rendement sont également hétérogènes. Certains experts partent du taux de marché et le contextualisent selon l'actif évalué, quand d'autres partent du taux de rendement sans risque et lui appliquent des primes d'illiquidité, de vétusté et de risque locatif.

Finalement, pour évaluer des actifs de santé, les experts, les exploitants et les investisseurs utilisent tous la même méthode, mais avec des modalités et des ratios très hétérogènes.

Trois pistes sont dégagées pour rendre ces pratiques plus homogènes :

- uniformiser la construction du taux de rendement,
- compléter systématiquement l'approche par capitalisation du loyer par la projection des cash-flows (méthode des DCF : discounted cash-flow),
- créer un groupe de travail, par exemple au sein de la RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors), avec pour objectifs l'organisation de l'accès aux données d'exploitation, la démocratisation de l'accès aux informations des transactions et la définition des assiettes et des taux normatifs à user pour calculer le loyer admissible.

Conclusion

Les méthodes d'expertise pour les actifs de santé sont éprouvées et communes aux acteurs, mais sont mises en œuvre avec hétérogénéité.

L'enjeu actuel pour l'expertise des actifs de santé réside dans la mise au point d'une approche plus homogène et d'indicateurs plus explicites, pour favoriser la structuration du marché de l'investissement en immobilier de santé, dans l'intérêt partagé des exploitants, des investisseurs, des utilisateurs et des pouvoirs publics.

Le risque de pratiques et de ratios hétérogènes en matière d'expertise d'actifs de santé réside dans leur décontextualisation et dans leur survalorisation. N'oublions pas que les dotations publiques des établissements de santé pourraient stagner voire diminuer dans les prochaines années, ce qui mettraient en difficulté les exploitants locataires et à terme les propriétaires des murs.

A une période où de nombreux exploitants publics (hôpitaux, collectivités territoriales) sont à la recherche d'investisseurs tiers pour financer la réhabilitation de leurs murs, faute de ne plus accéder à la dette, l'harmonisation des pratiques de valorisation des actifs de santé est urgente pour rassurer et attirer les investisseurs institutionnels qui sont d'abord à la recherche de placements sécurisés sur le long terme et qui exigent de ce fait des rendements compatibles avec les missions d'intérêt général poursuivies par ces exploitants publics.

* * *



**Un GRAND merci à
tous nos mécènes et
PARTENAIRES POUR
LEUR soutien
au 29^{ème} CONCOURS
INTERNATIONAL DES
Mémoires de
l'Économie et de la
Finance.**



Professionnels de santé :
votre assurance



L'assureur de toute une vie



Pour plus d'informations :
www.professionsfinancieres.com