

« Logique financière, logique prudentielle et logique économique : la régulation européenne des fonds collectifs dans la tourmente de la concurrence entre Etats dans un monde financiarisé »

Y. Tadjeddine,

EconomiX, Paris X

Journée MMEI, 30 janvier 2007

Version très provisoire, recherches en cours, merci de ne pas diffuser

1 Introduction :

Cet article ne constitue pas une recherche achevée, au contraire, il est pour moi l'occasion de m'initier à un champ nouveau : celui de la régulation et de la réglementation. Je voudrai remercier Laurence Scialom qui m'a incitée, avec raison, à m'orienter dans cette voie. Auparavant, j'avais travaillé sur les pratiques des gérants en matière de sélection de titres avec S. Galanti et I. Bilon. J'ai poursuivi par une recherche menée avec S. Montagne et financée par l'OEE sur l'impact de la réglementation sur la gestion d'actifs. Ce contrat (le rapport final a été rendu en novembre 2006) m'a conduit à adopter une posture centrée moins sur l'acteur et ses pratiques et plus sur les institutions (réglementation, organisations). Toutefois, ce rapport, fondé sur des entretiens, restait très descriptif¹ et ne développait aucune problématique économique. Et je n'avais pas trop idée de la façon dont il pourrait contribuer à une recherche féconde. Une première voie, un temps suivi lors de ma collaboration avec S. Montagne, aurait été de s'appuyer sur les théories socio-économiques, notamment le néo-institutionnalisme. J'y ai renoncé pour l'instant. La seconde fut celle de m'orienter sur la réglementation. Cette seconde orientation m'a semblé doublement pertinente du fait :

- du vide relatif d'articles sur cette question surtout en comparaison des autres intermédiaires financiers (banque, assurance et fonds de pension) ;
- de l'importance grandissante de cette activité sur les marchés financiers et dans l'intermédiation de l'épargne alors même que la réglementation est relativement faible, laissant une part considérable à l'auto-discipline de marché.

Cet article se compose de trois sections : la première dresse un panorama de la gestion d'actifs en Europe en 2006, la deuxième présente l'orientation de la réglementation européenne, la troisième expose les conflits d'intérêt liés aux logiques d'action diverses des parties prenantes (professionnel, ménage, Etat, Commission Européenne).

¹ La gestion d'actif est une industrie complexe et ce rapport fut l'occasion de dresser un panorama qui servira de fil conducteur à la première section de cet article.

2 Industrie de gestion d'actifs

2.1 Gestion de fortune

Dès la deuxième moitié du dix-neuf siècle, des banques d'affaires à Londres et Paris vont proposer des services de gestion de portefeuille de titres pour des clients fortunés. La place financière suisse s'érige dès la fin du 19^{ème} siècle comme un espace dédié à la gestion de fortune. Mais c'est à la City que cette activité va considérablement se développer avec les *investment banks*, dont Morgan est l'un des représentants les plus éminents. Ils apparaissent aux Etats-Unis dès les années 1870 et connaîtront leur heure de gloire dans les années dix neuf cent vingt (Cassis, 2006). La gestion d'actifs concerne donc historiquement une proportion infime de la population, plutôt avertie et au fait des fonctionnements économiques et financiers. La première démocratisation de la gestion d'actifs a lieu aux Etats-Unis dans les années précédents le krach de 1929. Apparaissent des sociétés d'investissement à capital fixe (*closed end*) ou variable (*open end*) – Goldman Sachs Trading Corporation par exemple- qui vendent leur propres actions en bourse et investissent le produit de cette vente dans l'achat d'autres actions, dans l'immobilier,... (Galbraith, 1992) Leur action est donc un composite de titres financiers, au même titre qu'une part de SICAV. La bulle avait permis à ces titres de croître de manière exponentielle, profitant des hausses des titres le composant ; la baisse fut drastique, provoquant des faillites. A la suite de cette épisode et pour éviter toute contagion entre les spéculations financières et les banques, les Etats légifèrent en séparant ces deux activités² :

- *Glass-Steagall Act* en 1933, composé de deux lois le *Securities Act* sur les marchés de capitaux et le *Banking Act* sur les banques. La seconde décrète la séparation des activités de banque commerciale et d'investissement financier. Les banques privées optèrent pour le statut d'*investment bank*, à l'exception de Morgan qui se scinda en deux entités JP Morgan devint une banque commerciale, Morgan, Stanley une *investment bank*.

- la Belgique adopte un décret semblable (1934)

- la France passera une loi semblable en 1941 qui sera reprise et complétée en 1944

L'Angleterre est le seul pays à ne pas suivre ce mouvement, son système financier étant déjà très spécialisé.

La séparation entre banque d'affaires et banque de dépôts perdue jusqu'à la déréglementation bancaire initiée dans les années quatre-vingt. Ainsi, le *Glass Steagall Act* est aboli en 1999 avec le *Financial Modernisation Act*. Les conglomérats financiers apparaissent alliant fonction de banque, assurance, gestion d'actifs. Toutefois, la réglementation reste fort différente entre ces différentes structures d'intermédiation de l'épargne : la gestion d'actifs (hors fonds de pension) est beaucoup moins encadrée. Or, cette activité occupe une place incontournable non seulement sur les marchés financiers, mais encore dans les équilibres réels en gérant l'épargne.

² Cassis, P. 263 et suivantes

2.2 Massification de la gestion collective

C'est à partir des années soixante dix aux Etats-Unis, quatre-vingt en Europe que la gestion d'actifs, jusque là confinée devient massive. Cette collectivisation peut s'expliquer par la conjonction de différents facteurs, institutionnels et structurels. Un premier élément tient aux avancées de la finance théorique à la fin des années cinquante et début des années soixante, avec les contributions majeures de Markowitz, Sharpe, Black ou Merton à la théorie du portefeuille. Ces théories donnent un cadre formel pour allouer optimalement le capital. Bernstein (1995) montre la rapidité avec laquelle le modèle du CAPM (MEDAF) a été mobilisé par les *mutuals funds*. Le deuxième facteur concerne la mutation financière (De Boissieu, 2006) qui a conduit à accroître la liquidité des marchés et à réduire les coûts de transaction, rendant possible et profitable les arbitrages. Enfin, les autorités politiques par les lois sur la retraite³, l'assurance-vie, la participation des salariés⁴ ont créé un encadrement fiscal et réglementaire favorable à l'expansion de ce secteur. A ces trois facteurs, il convient d'ajouter le facteur démographie -la génération baby boom dispose d'une épargne considérable- et l'exceptionnelle rentabilité observée sur les marchés financiers ces vingt dernière années⁵.

2.3 Une industrie multi-acteurs

2.3.1 Séparation fonctionnelle des métiers

L'industrie de gestion d'actif se décompose en différents métiers. Dans le modèle français et allemand, ces métiers sont réunis dans un même groupe. Aux Etats-Unis et aux Royaume-Uni, ces métiers sont le fait d'entités distinctes. A l'origine de cette chaîne, on trouve le promoteur d'un fonds. Il s'agit de l'entité qui a l'idée de créer un nouveau fonds. Il avancera un capital initial. Il s'adresse à une société de gestion qui propose un portefeuille type répondant aux désirs du promoteur. Ce fonds une fois constitué et enregistré auprès des instances réglementaires⁶ (l'Autorité des Marchés Financiers en France) sera distribué aux épargnants. Enfin, afin d'éviter des conflits d'intérêt à l'intérieur de la société de gestion, un dernier acteur intervient dans cette chaîne : le dépositaire. Il s'agit d'une société qui a la responsabilité de conserver les titres acquis par la société de gestion pour le compte des souscripteurs. Elle doit aussi informer les clients. Le rôle de la société de gestion est de la sorte limitée au choix judicieux de titres. Le dépositaire vérifie ensuite que la société de gestion satisfait aux obligations légales et aux obligations contractuelles du fonds.

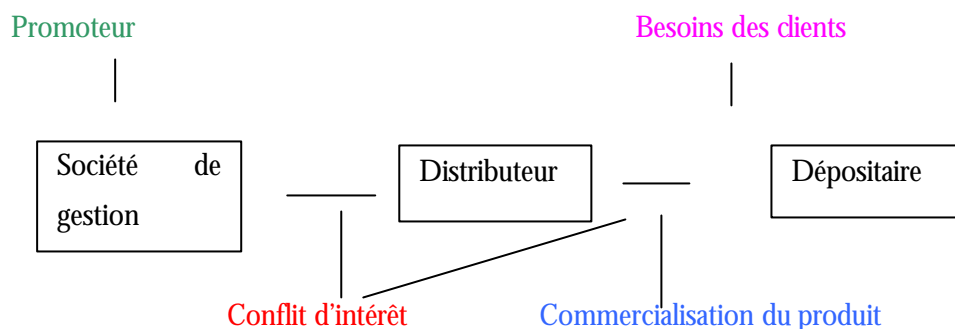
³ S. Montagne, 2006 : l'influence de la loi ERISA sur la pension industry aux EtatsUnis

⁴ La loi de participation des salariés (1967) proposait trois formes de support dont les FCP.

⁵ Voir annexe 2

⁶ Le fonds est présenté dans un prospectus réglementaire qui décrit les caractéristiques du fonds (obligations, actions,...), les sociétés engagées, les perspectives de performance (indice de référence).

Présentation de la chaîne de l'industrie de gestion d'actif :



Cette segmentation des activités est fondée sur le découpage fonctionnel de la filière de production : conception du fonds (promoteur), réalisation du produit (société de gestion), distribution et enfin la garde et le contrôle des positions (dépositaire). Originellement, ces activités étaient assurées par une seule entité, la société de gestion. On assiste aujourd'hui à une autonomisation de ces activités, par la constitution de filiales ou par leur externalisation auprès de structures spécialisées. En France, ces fonctions sont bien souvent des filiales d'un même groupe. C'est le cas notamment des groupes bancaires (Crédit Agricole, BNP-Paribas, Société Générale, Banque postale, Caisse d'Épargne...). Ainsi, dans le cas de la Société Générale, SGAM (Société Générale Asset Management) assure la fonction de promoteur et de société de gestion. La distribution est confiée pour les ménages au réseau bancaire de la Société Générale. Le promoteur est une filiale spécifique. On observe aujourd'hui un mouvement d'externalisation en Europe (notamment de la fonction dépositaire, le Luxembourg se spécialisant dans cette fonction). *A contrario*, l'externalisation des activités est déjà très forte aux États-Unis et au Royaume-Uni. On parle d'« architecture ouverte » pour qualifier cette organisation de l'industrie en segments distincts d'organisations spécialisées et autonomes. On l'oppose au modèle traditionnel allemand et très présent en France, dit intégré et encadré par les banques.

2.3.2 Les stratégies de délégation

A la décomposition fonctionnelle s'ajoute une autre complexification : la délégation de gestion. Les sociétés de gestion peuvent non seulement externaliser les activités de dépositaires, d'informations, de distribution, mais encore la production même de fonds.

2.3.2.1 Externaliser la production d'un fonds

Ce phénomène est récent en France où les « fonds maisons » dominaient et dominent encore largement : les institutions financières préfèrent vendre dans leur réseau les fonds fabriqués par leurs équipes de gestion d'actifs plutôt que des fonds externes. Mais, elles commencent.

La délégation de gestion peut prendre différentes formes :

- mandat de gestion : la société délègue la gestion d'une partie de son épargne ;
- référencement d'un fonds : une société propose un fonds tiers à ses clients ;

- constitution d'un fonds de fonds : la multi-gestion vise à sélectionner les fonds performants, externes et internes, en vue de créer un nouveau fonds
- partenariat de gestion : accord d'exclusivité avec un gérant afin de mettre en commun les compétences (analyse, outils quantitatifs) en vue de la constitution d'un fonds qui pourra être géré en interne ou externe.

La réglementation sur la délégation se met actuellement en place ; seul le mandat fait l'objet d'une réglementation claire.

2.3.2.2 Illustrations à travers trois stratégies : IXIS, Groupama, FundQuest⁷

La délégation peut prendre différentes formes. Nous les exposerons à travers les stratégies choisies par trois groupes français.

La première illustration concerne la stratégie d'**Ixis** et son modèle « *Best of Breed* ». Il s'agit d'une délégation à l'intérieur d'un groupe. En effet, Ixis AM a mené une politique de croissance externe en rachetant de nombreuses structures à l'étranger. Ces structures, bien que filiales du groupe, ont conservé leur nom et leur autonomie. Aux Etats-Unis par exemple, le groupe compte Loomis, Sayles & Co – tourné vers la gestion value, Harris Associates / Alternative – gestion action et alternative, AEW – immobilier, ... Chaque structure a ses propres fonds qu'elle vend sous sa propre marque aux Etats-Unis et sous la marque IXIS AM ailleurs (sauf en Asie). Certains fonds sont concurrents ; Ixis AM propose donc une sélection de ces fonds en utilisant des critères de multi-gestion.

Groupama est, à l'échelle mondiale, une structure moyenne avec 70 milliards d'actifs sous gestion. Elle a opté pour de la gestion externe avec des partenariats : pour les actions américaines Northern Trust IM, pour les actions japonaises Nomura AM Londres et pour les actions Aise hors Japon, Nomura AM Hong Kong. Le premier partenariat fut mis en place en 2001 avec Northern Trust IM. Ce dernier s'engageait à donner un accès privilégié à ces analyses, à répondre aux demandes de Groupama sur l'étude de certaines valeurs, de proposer un portefeuille répondant à un cahier des charges préalablement fixées. Ce partenariat était souple mais s'est avéré très efficace et moins coûteux qu'une délégation totale. Groupama conservait le contrôle des risques et le pilotage du portefeuille.

La troisième illustration est la stratégie déployée par BNP-Paribas avec la plate-forme multi-gestion FundQuest. FundQuest sélectionne les gérants les plus performants, organise une délégation afin de proposer le fonds. La première délégation remonte à 1994 avec Neuberger Berman (devenu Lehman Brothers AM). Depuis lors, les délégations se sont multipliées : IT AM en 2001 – société française spécialisée sur les valeurs technologiques, AXA Rosenberg, Fidelity, Sumitomo Mitsui AM, Alliance Bernstein, ... en 2001, Optimum IA, Sparx, ... en 2006. Il s'agit donc aussi bien de petites boutiques (IT AM ou Sparx) que de grandes maisons (Fidelity). Les fonds acquis en délégation sont incorporés dans la SICAV à compartiments de droit luxembourgeois Parvest⁸. Ainsi, le compartiment Parvest Japan Small Cap est supporté par un fonds de Sumitomo, PV US High Yield Bonds est délégué à Lehman

⁷ Ces illustrations se fondent sur les présentations de Mme Thevenet (FundQuest), M. Catala (Groupama) et M. Masson (NatIxis) dans le cadre du stage de formation organisé par l'EFE, consacré à la délégation de gestion (17/10/2006 et 18/10/2006). Nous remercions l'EFE et M. Cotta de nous avoir invités.

⁸ Un fonds à compartiments est enregistré une seule fois, il peut ensuite créer des sous-fonds avec des procédures allégées. Chaque sous-fonds peut être commercialisé.

Brothers. De la sorte, FundQuest offre les meilleurs fonds du monde, qui ont été sélectionnés en interne, à ces clients. Le succès de la délégation tient dans les procédures de sélection et de suivi (hebdomadaire, mensuel et trimestriel) des fonds. Le contrat peut être rompu pour des mauvaises performances, de mauvais choix, des changements d'équipe ou encore une taille d'encours du fonds si importante qu'elle pourrait mettre en péril sa logique d'allocation.

2.4 Sécuriser la chaîne des métiers

Il apparaît que les principales questions qui se posent actuellement peuvent être regroupées sous une problématique, celle de la sécurisation de la chaîne d'investissement. Certes, il s'agit d'un enjeu propre au droit (sécuriser les transactions économiques) mais il s'agit également d'un enjeu premier pour la finance (fondée sur la confiance⁹).

⁹ Selon une perspective conventionnaliste (Orléan, 1999), les relations financières sont considérées comme nécessitant un cadre institutionnel puissant qui puisse se porter « garant » de la valeur des biens échangés. Ce problème de la qualité des objets proposés à l'échange marchand se rencontre pour tous les marchés de biens, dans la théorie économique (cf. travaux d'Akerlof). Mais il revêt une importance plus grande pour le marché financier du fait des difficultés à évaluer les biens qui y circulent.

3 Réglementation des OPCVM : vers un Marché unique européen

La gestion d'actifs n'a été que tardivement réglementée et la réglementation actuelle, à l'initiative de la Commission Européenne, s'avère bien plus souple relativement à celle des autres intermédiaires financiers (retraite, assurances ou activités bancaires). Les règles concernent principalement le contenu informationnel à donner aux épargnants, les conditions d'autorisation de constitution d'une société de gestion et de mise sur le marché d'un fonds. La réglementation se fait localement par les autorités de contrôle nationales (AMF en France), à travers des règles transposées des directives européennes (OPCVM et MIFID). Après avoir décrit plus en détail l'historique de ces règles, nous esquisserons une comparaison de la réglementation de la gestion d'actif par rapport à celle des banques.

Les SICAV (Sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds commun de placement) sont les deux principales catégories d'OPCVM en France. C'est la loi du 28 décembre 1957 qui les institue¹⁰. On retrouve ces deux mêmes dénominations au Luxembourg. Le FCP est un contrat liant des co-proprétaires de valeurs mobilières sans personnalité juridique. La SICAV est une société anonyme¹¹, donc une personne morale, dont l'objet est la gestion d'un portefeuille de valeur mobilières. En souscrivant une part de SICAV, l'épargnant devient actionnaire de celle-ci. La directive UCITS 1, adoptée le 20 décembre 1985, transposée par la loi du 23 décembre 1988 et mise en vigueur le 1^{er} octobre 1989, fonde véritablement le cadre juridique des SICAV et des FCP en France¹². La directive UCITS 3 (21 janvier 2002) puis le livre vert lancé en 2005, poursuivi par le livre blanc (novembre 2006) sont depuis venus compléter le cadre réglementaire.

3.1 les textes réglementaires

Les textes réglementaires constituent le cadre principal de régulation des fonds. Les autorités nationales conservent évidemment une autonomie et des règlements propres¹³. Toutefois, la constitution d'un marché unique des fonds tend à devenir une réalité européenne, initié par les directives, renforcé par la mobilité forte des capitaux permise par la mutation financière¹⁴ et la constitution de groupes financiers européens.

3.1.1 La Directive OPCVM

La directive OPCVM (UCITS) crée une classe commune des fonds dans l'Europe. Les fonds UCITS 3 géraient en juillet 2006 5 485 milliards d'euros, soient 84,20% des actifs nets gérés en Europe (source EFAMA). Les fonds non

¹⁰ Valette, 2005

¹¹ La SICAV a un régime dérogatoire de la législation applicable aux SA.

¹² Dictionnaire permanent Epargne et produits financiers, Editions Législatives, mise à jour 82.

¹³ La fiscalité n'est pas harmonisée et les gouvernements peuvent créer des dispositifs particuliers afin de répondre à des besoins locaux (exemple : fonds DSK, épargne salariale).

¹⁴ De Boissieu 2006, la mutation financière résulte de la libéralisation et des progrès dans la transmission, la sécurisation des données.

UCITS ne répondent pas aux caractéristiques réglementaires par la nature des titres détenus (fonds immobiliers, hedge funds¹⁵, FCPE), ou répondant à des dispositifs nationaux particuliers (épargne salariale). Notre propos concerne exclusivement les fonds UCITS.

3.1.1.1 UCITS 1 (20 décembre 1985)

La première directive a permis une harmonisation des différentes législations européennes en matière d'OPCVM. Les fonds labellisés UCITS 1 étaient exclusivement investis en valeurs mobilières. Une fois agréée par un Etat membre, un OPCVM disposait d'un « passeport européen », lui permettant d'être commercialisé dans les autres Etats membres, après notification aux autorités des pays de distribution concernée. Les Etats-membres conservaient toutefois des réglementations spécifiques en matière d'agrément, de fiscalité et d'informations exigées.

Ce dispositif a permis de créer un label, reconnu par non seulement au sein de l'UE mais aussi par certains pays extérieurs à l'UE (Hong-Kong). Le Luxembourg fut le premier à transposer la directive et à mettre en place des infrastructures *back office* (traduction des documents, satisfaction des exigences réglementaires nationales,...) permettant une multi-distribution des fonds.

A partir le début des années 2000, les initiatives communautaires se sont multipliées amenant une profonde refonte de la régulation des marchés financiers : directives sur les conglomerats financiers (16 décembre 2002), sur les instruments financiers (21 avril 2004), sur les OPCVM 2002. Le processus de Lamfalussy, conclu en 2001 instaura des mécanismes de régulation des marchés financiers au sein de l'UE.

3.1.1.2 UCITS 3 (21 janvier 2002)

La directive UCITS 3 (transposée dans le règlement général de l'AMF) vise une harmonisation des pratiques au sein de l'UE afin de faciliter la production et la distribution transfrontalières des fonds. Elle propose des procédures communes d'agrément des sociétés de gestion, avec l'introduction d'un statut européen des sociétés de gestion, un élargissement des OPCVM pouvant bénéficier du passeport européen (sont éligibles les fonds investis en titres monétaires, en parts d'OPC, en instruments financiers à terme sur les marchés réglementés et OTC) et enfin la standardisation des documents d'information remis aux investisseurs (le prospectus¹⁶).

Les autorités nationales réglementent les sociétés de gestion et les produits.

Les règles d'agrément d'une société de gestion sont sensiblement les mêmes dans tous les Etats-membres : la localisation de la société dans le pays, l'exigence d'un capital minimum de 125 000 €, l'obligation de disposer de fonds propres au pro rata de la valeur de portefeuille (0,02%) dès lors que, la valeur des portefeuilles excède deux cent cinquante millions d'euros (dans la limite de dix millions d'euros). Toutefois, certaines différences peuvent apparaître.

¹⁵ Le livre blanc a lancé une réflexion sur l'élargissement des OPCVM aux produits alternatifs et immobiliers.

¹⁶ Article 411-45 du Règlement de l'AMF : « pour tout OPCVM, il est établi un prospectus complet soumis à l'approbation de l'AMF. Ce prospectus est composé : un prospectus simplifié, une note détaillée, le règlement ou les statuts. »

Ainsi le règlement français¹⁷ exige d'autres éléments, notamment sur les qualités morales des créateurs « honorables et compétents » ainsi que le respect de codes déontologiques. La prévention de l'aléa moral de la société de gestion envers l'épargnant passe par la qualité du gérant, jugé par son passé (« honorable ») et son expérience (« compétence »).

Si la société de gestion est déjà agréée dans un autre Etat-membre, elle doit disposer d'une succursale locale (composée « de deux personnes minimum possédant l'honorabilité et la compétence nécessaire ainsi que l'expérience » article 322) et fournir un certain nombre de documents afin d'obtenir la notification par l'autorité locale et pouvoir ainsi exercer son activité.

Concernant les fonds¹⁸, pour l'agrément, la société de gestion doit fournir le prospectus complet à même de décrire l'objet du fonds, ses statuts, la stratégie suivie. Les promoteurs du fonds doivent s'engager à respecter un certain nombre de contraintes. La première concerne la composition du portefeuille afin d'assurer une diversification minimale : règles de répartition suivant la nature des titres détenus (limitation à 10% de l'actif pour certains titres – bons de caisse, billets à ordre,...), limitation de la détention des titres d'un même émetteur (5% de l'actif). La deuxième vise la publication semestrielle d'informations certifiées par le commissaire aux comptes relatant la stratégie suivie et les frais de gestion. La troisième régit l'organisation du contrôle de l'activité à travers la séparation fonctionnelle entre le promoteur, le gestionnaire et le dépositaire. Le dépositaire doit avoir son siège dans l'Etat-membre où l'agrément est demandé.

La directive UCITS 3 a profondément modifié la gestion d'actif en facilitant la distribution européenne de fonds. Toutefois, en 2005, la Commission européenne a entrepris d'évaluer l'efficacité de cette directive afin de l'améliorer.

3.1.1.3 Livre vert (juillet 2005), livre blanc (novembre 2006)

En juillet 2005, la Commission a lancé une consultation publique afin d'établir les problèmes rencontrés lors de la mise en pratique de la directive UCITS III et d'envisager des voies concertées d'amélioration afin de permettre l'avènement d'un marché unique de fonds. Elle a posé un certain nombre de questions, à organiser des comités de réflexion regroupant des professionnels, des autorités, des représentants des souscripteurs. En juillet 2006, une synthèse a été présentée. Il en ressortait un mécontentement des professionnels vis-à-vis du prospectus (non standardisé, peu mobilisable par le public) et des délais de notification -surtout pour les autorisations transfrontalières (théoriquement deux mois, en pratique trois)-, le souhait de mettre en place un passeport européen pour les sociétés de gestion, un assouplissement des conditions d'éligibilité pour les *hedge funds* et les fonds immobiliers, de faciliter les rapprochements transfrontaliers (fusion de fonds, mise en commun à travers des *virtual pooling*). Le 16 novembre 2006, le livre blanc était publié, indiquant les axes de révision du cadre réglementaire et de nouvelles pistes de réflexion. Les propositions allaient dans le sens des critiques soulevées, avec deux éléments nouveaux : développer une plus grande coopération entre les autorités nationales, distinguer les activités de production (société de gestion), régies par la directive OPCVM de celles de distribution régies par la directive MIFID.

¹⁷ Dictionnaire permanent Epargne et produits financiers, Société de gestion de portefeuille

¹⁸ Dictionnaire permanent Epargne et produits financiers, OPCVM

3.1.2 Autres textes

3.1.2.1 Directive MIFID

La directive sur les services d'investissement et d'instruments financiers (MIF)¹⁹ du 21 avril 2004 vise une harmonisation des marchés, des entreprises d'investissement, des produits. Elle ne concerne pas directement les OPCVM. Toutefois, elle régleme les activités d'exécution des ordres. Or, les conseillers financiers qui vendent les OPCVM sont des distributeurs. Dès lors, ils agissent en tant que fournisseur de produits financiers et ainsi s'inscrivent dans les fonctions d'entreprise d'investissement décrites dans la directive MIFID. La séparation fonctionnelle dans l'industrie de gestion d'actifs conduirait à une distinction plus forte entre les engagements et les frais relevant de la distribution et ceux de la production. Le livre blanc, dans un souci de concurrence et de transparence, lance ainsi une réflexion sur la possibilité d'appliquer des deux directives.

Signalons aussi la directive prospectus.

3.1.2.2 Différents rapports

De nombreux rapports (d'autorités nationales²⁰, de professionnels²¹ ou de groupe de pression²²) ont contribué à l'évolution du cadre réglementaire. Ces rapports s'appuient principalement sur des entretiens, des enquêtes²³, plus rarement sur des études économétriques fines et proposent des voies d'amélioration de la réglementation. La Commission Européenne a ainsi diligenté des experts (Cabinet de consultant ZEW ou CRA) pour dresser un panorama de la gestion d'actif européen²⁴.

3.2 Une logique financière et une inspiration libérale

L'action de la Commission Européenne s'inscrit dans la construction d'un marché commun unique concurrentiel des capitaux, qui permettrait une allocation optimale de l'épargne. Elle vise aussi à promouvoir l'industrie européenne de

¹⁹ Cette directive abroge la directive DSI de 1993, rendue caduque par les innovations financières. L'article 2 de la directive MIFID précise ses objectifs : « Depuis quelques années, les investisseurs font davantage appel aux marchés financiers, où ils trouvent un éventail élargi de services et d'instruments, dont la complexité s'est accrue. Cette évolution justifie une extension du cadre juridique communautaire, qui doit englober toutes les activités offertes aux investisseurs. À cette fin, il convient d'atteindre le degré d'harmonisation nécessaire pour offrir aux investisseurs un niveau élevé de protection et pour permettre aux entreprises d'investissement de fournir leurs services dans toute la Communauté, qui constitue un marché unique, sur la base de la surveillance exercée dans l'État membre d'origine. »

²⁰ Rapport Delmas-Marsalet

²¹ BCG, Mac Kinsey, Price WaterHouse

²² Invesco

²³ Rapport Mayer

²⁴ « Tendances actuelles dans l'industrie de la gestion d'actifs », « Economies potentielles dans un marché européen des fonds d'investissement complètement intégré »

gestion d'actifs²⁵. L'ambition est résolument libérale²⁶ et hisse une marge importante à l'auto-discipline. La seule véritable contrainte imposée à la liberté des acteurs concerne les risques d'abus à l'encontre de l'épargnant, qui se trouve dans une relation d'agence avec le gérant à qui il délègue la gestion de son capital. Les solutions apportées s'inscrivent dans la logique financière²⁷ :

- transparence par la diffusion d'informations afin de permettre à l'épargnant un choix optimal a priori et un contrôle a posteriori ;
- la diversification des risques²⁸ ;
- réduire les conflits d'agence par une séparation fonctionnelle des acteurs (promoteur, gérant, distributeur, dépositaire).

La philosophie de la réglementation²⁹ est principalement celle du *full disclosure concept* qui vise à « préférer le contrôle de l'information à des règles strictes et vite inadaptées, sans prise en considération de la valeur et de l'opportunité de l'opération » (Brandeis cité par Magnier, 1999). Cette philosophie apparaît avec les lois fédérales américaines de 1933-34 et qui explique la logique de fonctionnement de la SEC. L'efficacité de cette approche repose sur le principe que la meilleure protection possible de l'épargnant consiste dans la diffusion d'une information complète par les entreprises (promoteur dans le prospectus, dépositaire par la suite). Le respect de cette mesure contraint les organisations à mettre en place des procédures de traçabilité des opérations internes (positions, perspectives, performances) et externes (contrat de délégation, clauses d'externalisation) afin de se défendre en cas d'éventuelles poursuites.

La seule règle à respecter par les fonds concerne la diversification du portefeuille en respect de la théorie du CAPM³⁰. Cette théorie est de plus en plus critiquée, aussi bien par les économistes que les praticiens³¹.

Enfin, la responsabilisation fonctionnelle incite chaque partie à respecter ses engagements afin de sécuriser la chaîne et protéger in fine les intérêts des épargnants contre tout aléa moral.

Les risques potentiels (de faillite, lié la liquidité du marché, l'effet de richesse ou la contagion) induits par cette activité seraient résolus par l'obligation de disposer de fonds propres au prorata des actifs sous gestion (*capital requirement*), par la nature des titres éligibles, par l'information fournie, par les règles et les procédures internes de contrôle de risques. Il n'y aurait pas de risque systémique³². Pour preuve, aucun scandale n'a impliqué de fonds européen ni de société de gestion et les fonds UCITS ont acquis une réputation mondiale.

²⁵ « L'agrément OPCVM est largement reconnu dans le monde pour sa garantie de saine structuration des produits et de réglementation efficace. Innovant et bien réglementé, le secteur européen des fonds exporte déjà son savoir-faire dans d'autres régions. Des efforts constants seront nécessaires pour demeurer à l'avant-garde mondiale. » (Livre Blanc, 2006, p. 4, souligné par moi)

²⁶ « Le livre blanc propose des actions dont les objectifs sont (1) renforcer les libertés du marché unique pour permettre au secteur des fonds de mieux servir les investisseurs européens et mondiaux, (2) permettre aux investisseurs de poser des choix d'investissement en connaissance de cause et de compter sur l'aide objective et experte d'intermédiaires qualifiés [...] » (Livre Blanc, 2006, p. 5, souligné par moi)

²⁷ S. Montagne 2006 décrit cette logique à l'œuvre dans l'évolution des fonds de pension aux Etats-Unis.

²⁸ « La directive impose des règles relatives à la diversification, à la liquidité des fonds ainsi qu'à l'utilisation de l'effet de levier. La directive OPCVM dresse la liste des actifs dans lesquels les fonds peuvent investir » (informations reprises du livre blanc, 2006, p. 3).

²⁹ Repris de la contribution de S. Montagne au rapport intermédiaire remis à l'OEE

³⁰ Les stratégies d'allocation des hedge funds dérogent à ce modèle. C'est principalement à cause règle qui ne peuvent être UCITS.

³¹ Aaron, Bilon, Galanti, Tadjeddine, 2005

³² Mayer 2001 : « In the absence of systemic risks, regulation of asset managers is closer to that of professional firms than that of banks. »

4 Les problèmes posés par cette réglementation

La section précédente exposait la position de la Commission Européenne en matière de réglementation. Cette position n'est pas nécessairement in extenso celle des autorités françaises³³. Ainsi, le rapport Delmas-Marsalet regrettait la perte de contrôle des autorités locales³⁴. J'exposerai dans cette dernière section les axes de réflexion que je souhaiterais approfondir dans les mois à venir. Le champ de la régulation est en effet nouveau pour moi et je n'ai pas encore tous les tenants et aboutissements.

4.1 une réglementation axée sur l'information et la séparation fonctionnelle

4.1.1 Esquisse de comparaison avec d'autres intermédiaires financiers :

Le tableau ci-dessous reprend les différences qui justifient la réglementation faible pesant sur la gestion d'actifs :

	Banque	Gestion d'actifs
Nature du bien échangé	Monnaie = bien public	Epargne = choix individuel
Nature du risque	Systémique	Privé
Dysfonctionnements possibles	Asymétrie d'informations (actif/passif), myopie	Relation d'agence (gérant/épargnant)
Stratégies préventives	Discipline de marché, assurance de dépôts, refinancement	Diversification, séparation des fonctions, contraintes en fonds propres, contrôle interne des risques
Mesures curatives	Prêteur en dernier ressort	Solidarité professionnelle

Les assurances et les fonds de pension ont des contrôles beaucoup plus importants sur la nature des titres à détenir dans le portefeuille.

4.1.2 Les dysfonctionnements possibles de cette auto-régulation :

4.1.2.1 L'information, garante des intérêts des épargnants

La gestion d'actifs repose sur une relation d'agence en univers risqué : l'épargnant achète un service à prix fixe (droit de souscription, frais de gestion), en espérant réaliser des profits liés aux placements judicieux opérés par le gérant. Ce

³³ cf réponse de l'AMF aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs, 31/10/2006.

³⁴ « Depuis le 1^{er} juillet 2005, la directive prospectus permet aux émetteurs ayant leur siège dans un autre Etat membre d'offrir leurs produits au public en France dès lors qu'ils sont visés par le régulateur de cet Etat, sous réserve d'une simple notification à l'AMF. [...] La protection de l'investisseur repose donc entièrement sur la rigueur qui n'est malheureusement pas toujours assurée. » p. 18

dernier n'a pas une obligation de résultat (les rendements du marchés sont aléatoire) mais doit apporter les preuves de sa bonne conduite ex post (respect des engagements contractuels, diversification du portefeuille, évolution du fonds conforme à celle du benchmark).

La gestion d'actifs à longtemps était l'apanage d'une population fortunée, consciente et consentante des aléas du marché. Dès lors, l'Etat n'avait pas à la protéger. Avec la démocratisation de la gestion collective, de nouveaux épargnants sont apparus, peu au fait de la finance, pouvant être plus facilement abusés. Les autorités publiques (européennes et locales, surtout en France) se sont investies dans leur protection, que ce soit à travers le contrôle des informations diffusées (prospectus, publicités) ou des stratégies menées.

Les professionnels a contrario rétorquent contre cette justification de l'intervention étatique : la présence non négligeable de personnes informés et passionnés par la finance, la non nécessité de connaître et comprendre les mécanismes financiers pour acheter une SICAV³⁵. L'opposition de ces deux positions est patente sur la question actuellement débattue de l'éligibilité des *hedge funds*.

Les professionnels décomposent leur clientèle en trois groupes, entrée de gamme, moyenne gamme, haute de gamme leurs caractéristiques étaient pour la France en 2005 les suivantes (source Eurogroup) :

	Entrée de gamme	Moyenne gamme	Haut de gamme
Taille portefeuille (€)	< 7 600	7 600- 152 000	> 152 000
Portefeuille moyen	2 000	20 000	350 000
Nombre portefeuilles	8,5 millions	6 millions	300 000
% des encours	8%	61%	31%
Nature du produit	Peu risqué, standard	Conseil minimum, risqué	Conseil personnalisé, mandat

La gestion d'actifs doit composer avec ces différents profils : horizon, richesse, aversion au risque. L'AMF justifie son intervention par le nombre de personnes impliquées, les professionnels par les profits réalisés surtout avec le haut de gamme.

La massification des produits collectifs auprès des ménages, qui sont effectuées via le réseau de banques, a conduit à un risque accru supporté par les ménages, qui pâtissent des retournements du marché et des mauvais choix du gérant. Le haut de gamme, par les sommes placées, a un véritable moyen de pression, de sanction sur le gérant. Les petits épargnants individuels ne disposent pas de ce même pouvoir. Bien souvent, ils acquièrent leur fonds auprès d'un conseiller, d'un banquier et s'avèrent captif de cette relation. On assiste toutefois ces dernières années au développement de procès contre des banquiers ou des conseillers, sur l'argument de non respect du devoir de conseil. Les procédures peuvent être engagées via les tribunaux ou via l'AMF. L'article L 111-1 du Code de la consommation impose en effet à tout professionnel, avant la conclusion d'un contrat, de "mettre le consommateur en mesure de connaître les caractéristiques du bien ou du service". Le banquier ou le conseiller doit signaler les dangers liés à un

³⁵ « Dès que la finance devient complexe, on pense qu'elle n'est pas faite pour le particulier. Mais on ne demande pas à ce dernier de comprendre la formule chimique du médicament qu'il achète en pharmacie. » A. Leclair, président de l'AFG, 2006

placement sur les marchés boursiers, notamment les risques encourus³⁶. Si les informations figurent dans le prospectus, les épargnants se retrouvent déboutés. C'est sur cette base que la Banque Postale a bénéficié d'un non lieu dans l'affaire impliquant son fonds *Bénéfic*³⁷.

La seule mesure de protection des épargnants concerne la nature de l'information fournie et la personnalisation du conseil. L'AMF contrôle en ce sens non seulement le prospectus mais aussi les campagnes publicitaires. Pour autant, est-ce suffisant et quelle autre moyen d'action aurait le politique dans une économie de marché ? Cette question est éminemment politique et vise à contrecarrer un discours porté par les professionnels qui voudraient que l'on considère leur industrie comme n'importe quel autre producteur de bien, en oubliant qu'il fait intervenir le capital, la richesse, valeurs hautement symboliques et inscrites socialement³⁸.

4.1.2.2 la séparation fonctionnelle, postulat des bienfaits de l'externalisation

Un deuxième axe de réflexion concerne celle de la séparation fonctionnelle. L'orientation de la Commission Européenne va dans ce sens, si l'on en juge par la proposition du livre blanc de séparer les activités de distribution, soumises à la directive MIFID de celles de production et de contrôle régies par la directive OPCVM. Cette séparation existe depuis longtemps dans l'industrie de gestion d'actifs anglo-saxonne. A contrario, en Allemagne et en France, la structure intégrée domine et ses activités sont fédérées dans un groupe.

Deux logiques institutionnelles traditionnelles s'opposent celle du marché et du contrat d'une part, celle de groupe et des procédures internes d'autre part. La première se voudrait apôtre de la transparence et de l'efficacité, la seconde plus opaque mais pas nécessairement plus coûteuse et plus risquée pour l'épargnant. S. Montagne (2006) montre bien que le système américain de la *pension industry* avec acteurs séparés en concurrence induit des comportements de mimétisme pas nécessairement, ne garantissant pas in fine l'efficacité des placements réalisés. Ce débat concerne aussi celui de la justification économique des groupes. Ceux-ci s'avèrent aujourd'hui très critiqués par le courant de la *corporate governance* (à la suite des travaux de LaPorta, Zingales), qui argue des possibilités offertes de lissage de profits

³⁶ L'Autorité des marchés financiers (AMF) reproche aux Caisses d'Épargne la vente de titres subordonnés remboursables en 2002 et 2005, ces emprunts ressemblant à des obligations, avec des caractéristiques très particulières. Menaçant l'Écureuil d'une amende de 100 000 à 200 000 euros, l'AMF s'appuie sur une enquête de deux ans concluant que la majorité des clients n'a pas compris les caractéristiques de ce produit, tandis que d'autres l'ont souscrit sans cohérence avec leur profil d'épargnant.

³⁷ « S'estimant floués par l'établissement financier, nombre d'épargnants du fonds *Bénéfic* ont décidé de monter au créneau. Ce fonds a fait perdre à environ 300 000 souscripteurs jusqu'à 30 % de leur mise. Par l'intermédiaire de l'avocat Daniel Richard et de l'Association française des usagers des banques (Afulb), ou encore via l'Association d'aide contre les abus bancaires (Aacab). Résultat des courses : des transactions à l'amiable dans le premier cas, ou des actions judiciaires individuelles ou collectives, dans les deux autres.

A Angers, le tribunal s'est prononcé en faveur d'une épargnante car son conseiller avait écrit de sa main sur un document : "Je vous garantis 23 % !" Le 12 janvier 2005, un tribunal de Paris, une autre épargnante aux revenus modestes ayant placé sa prime de licenciement sur *Bénéfic* a aussi obtenu gain de cause. Le 15 mars 2005, 300 plaignants regroupés par l'Afulb n'ont pas obtenu la condamnation de Patrick Werner, le directeur général délégué de La Poste, pour publicité mensongère. Le tribunal correctionnel de Paris a en effet considéré que les documents commerciaux n'étaient pas mensongers et que les faits étaient prescrits. Au début de l'année, le tribunal correctionnel de Rennes avait condamné en première instance "à titre personnel" Jean-Jacques Defaix, le président de l'Aacab, pour diffamation. Par ailleurs, sur le fond, La Poste affirme avoir gagné "27 des 31 procès déjà jugés". » (<http://www.votreargent.fr>)

« La commission des sanctions de l'AMF a finalement donné le 15 décembre 2005 l'absolution judiciaire à La Banque Postale à travers cinq arrêts reconnaissant que l'établissement n'a pas manqué à son devoir de conseil pour commercialiser le fonds *Bénéfic*. , célèbre pour avoir fait perdre. Le document publicitaire a été jugé clair, puisqu'il indiquait que « le capital investi était protégé jusqu'à 23 % de la baisse de l'EuroStoxx 50 ou du CAC 40, ce dont il se déduisait que le capital n'était plus garanti en cas de baisse de l'EuroStoxx 50 ou du CAC 40 supérieure à 23 % ». Une logique implacable ne laissant aucune place à l'appréciation du caractère transparent ou non de l'information, ni à l'adéquation du placement avec le patrimoine du client. » (www.amf-france.org)

³⁸ J'ai ainsi pu assister à une conférence d'un cadre important du CM-CIC Asset Management qui montrait les points communs entre la gestion d'actifs et l'agro-alimentaire.

ou des répartitions des profits et pertes entre filiales. Ces arguments appliqués à la gestion d'actifs concernent principalement les canaux de distribution contrôlés par les institutions financières intégrées qui peuvent écouler auprès d'une clientèle captive leurs produits maisons. Les épargnants n'auraient pas accès à l'ensemble des fonds et seraient pénalisés. Toutefois, cette vision est partielle car elle nie les effets positifs de la structure intégrée liés à la mutualisation des activités, des équipes, des pertes et une pression sans doute moindre au mimétisme organisationnel. La sécurité des transactions est assurée par la réputation des maisons mères auxquelles sont adossées les différentes filiales métiers. Il est toutefois difficile de disposer des données intra-groupes mais il serait fort intéressant de mener une recherche comparative en la matière.

La séparation fonctionnelle est une mesure de protection de l'épargnant dans une optique libérale, concurrentielle. Sa mise en place en Europe est un choix politique, puisqu'il revient à privilégier un modèle institutionnel (celui du marché), déjà mis en place dans le monde anglo-saxon, à celui de l'Europe continental (le groupe intégré). Il n'est pas certain que cela soit une garantie pour l'épargnant dans un monde qui n'est pas celui de la concurrence pure et parfaite. La construction européenne passe par un conflit d'institutions, portées par des logiques différentes vis-à-vis de l'épargne, des marchés financiers et de la protection des épargnants.

4.2 Vers une Europe de la gestion d'actifs

Un des objectifs affirmés de la Commission est de construire une géographie européenne de la gestion d'actifs, afin de réduire les coûts et d'améliorer la qualité des fonds proposés à l'épargnant. En effet, une critique forte faite à la gestion d'actifs européennes résidait dans sa parcellisation nationale qui conduisait à la multiplication de fonds³⁹, à l'installation de succursales dans chaque pays où le fonds était distribué, à l'importance des frais administratifs (demande d'agrément, prospectus). Ces divers coûts constituaient des barrières à l'entrée fortes à des sociétés de gestion et étaient très critiquées, notamment dans les rapports des consultants⁴⁰. Le livre blanc propose des règlements en vue de l'accélération des procédures de notification, la fusion de fonds trans-nationaux, à la création de *virtual pooling*, d'une homogénéisation des informations requises dans le prospectus et la mise en place d'un passeport européen pour les sociétés de gestion. Il invite de plus à une réflexion sur l'harmonisation fiscale. Par contre, il ne voit pas l'intérêt d'un passeport européen sur les dépositaires.

Les fonds agréés UCITS devraient être plus aisément distribuables au sein des Etats-membres. Le passeport européen sur les sociétés de gestion renforcera la centralisation des sociétés de gestion. Enfin, la fonction dépositaire se trouvera là où le fonds est enregistré. Ces mesures dessinent un nouveau paysage de la finance en Europe avec une agglomération des fonctions suivant les avantages comparatifs locaux. Ainsi, le Luxembourg et l'Irlande⁴¹ se sont spécialisés dans les services de domiciliation des fonds (back office, dépositaire et information, reporting, compliance,...). Dans la mesure où le passeport européen sur le dépositaire n'est pas à l'ordre du jour, on peut penser

³⁹ Annexe 5

⁴⁰ Zew, 2003, Price Water House Coopers, 2004, KPMG, 2004

⁴¹ Cf Annexe 4

que ces pays renforceront leurs activités liées à l'enregistrement. La France est devenue une place importante dans la gestion d'actifs. Elle est le deuxième pays de création de fonds après le Luxembourg (annexe 1) et reste le premier pays en terme d'encours gérés. Les institutions bancaires (CA-AM, SGAM, BNP-Paribas AM, NatIxis) et d'assurances (Axa-AM) sont parmi les premiers acteurs mondiaux de la gestion d'actifs. On peut penser que la région parisienne restera un pôle des sociétés de gestion. Enfin, Londres devrait renforcer sa position de place financière mondiale. Par contre, les autres pays (Italie, Espagne) se contenteront de distribuer des fonds.

Cette question de la spatialisation des activités financières n'est pas neutre pour la croissance des pays. La finance est source d'emplois et de richesses pour les pays⁴². Ainsi, la réglementation en oeuvrant pour un marché unique de la gestion d'actifs ouvre des conflits entre les Etats-Membres pour la captation des activités. Les places off-shore pourraient être concurrencées par les nouveaux pays de l'est qui proposent des rémunérations inférieures à compétence égale pour réaliser des tâches standardisées. En interdisant le passeport européen au dépositaire, la commission a retardé cette issue.

5 Conclusion :

Il reste des recherches passionnantes à faire sur cette question !

⁴² Cf Capelle-Blancard, Crozet, Tripet 2007

Bibliographie :

- C. Aaron, Bilon I., Galanti S., Tadjeddine Y., 2005 : « les styles de gestion de portefeuille existent-ils ? », *Revue d'économie financière*, octobre
- AMF, 2006, « La gestion pour compte de tiers en France en 2005 », *Revue mensuelle de l'AMF*, novembre.
- AMF, 2006, « Réponse de l'Autorité des marchés financiers aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs », 31 octobre
- AMF, 2005, « Contrôle, Transparence, Gouvernance : jusqu'où aller ? », *les entretiens 2005*, rapport introductif 29/11/05
- AMF, 2005, « La gestion pour compte de tiers en France en 2004 », *Revue mensuelle de l'AMF*, n°18, octobre.
- Bernstein P.L., 1995 : *Des idées capitales*, PUF
- A. Boubel, F. Pansard, 2004, *Les investisseurs institutionnels*, Repères, La découverte
- C. Bourdillon, 2005, « La laborieuse unification du marché européen des OPCVM », *Revue Banque* N°667, Mars
- M. Boutillier, F. Pansard, A. Quéron, 2003], « La contribution des activités non traditionnelles au revenu des banques européennes », *Epargne et financement*, 12, février, CDC IXIS
- G. Capelle-Blancard, Crozet M., Tripet F., 2007 : la localisation des activités financières dans l'Union Européenne, rapport du CAE, à paraître.
- Cassis Y., 2006 : *Les capitales du capital, histoire des places financières internationales 1780-2005*, Slatkine
- Commission Européenne, 2006 : « Livre blanc sur l'amélioration du cadre réglementaire du marché unique des fonds d'investissement », http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits
- Commission Européenne, 2006 : « Economies potentielles dans un marché européen des fonds d'investissement complètement intégré », CRA, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits
- Commission Européenne, 2006 : « Tendances actuelles dans l'industrie de la gestion d'actifs », OEE-ZEW, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits
- Commission Européenne, 2005 : « Livre Vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE », http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits
- E. Courant, F. Bussière, 2005, « Les apports UCITS III à l'industrie de la gestion d'actifs », *Revue Banque* N°667, Mars
- De Boissieu (sous la direction), 2006 : *Mutation Financière*, Economica
- J. Delmas Marsalet, 2005, *Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers*, Novembre
- EFAMA, 2005, *Fact Book 2005 : Trends in European Investment Funds*
- Galbraith J.K., 1992 : *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil
- V. Magnier, 1999, « Les autorités de marché aux Etats Unis, droit, juge et autorités de marchés » in Frison-Roche M. A, *Droit, finance, autorité (les modes de régulation juridique propres aux autorités de marchés financiers)*, Laboratoire de sociologie juridique, Université Paris II – CNRS. Convention Ministère de la Justice
- Montagne S., 2006 : *Les fonds de pension, entre protection sociale et spéculation financière*, Odile Jacob

Scialom L., 2004 : *Economie bancaire*, Repères

Valette, 2005 : *Droit de la régulation des marchés financiers*, Gualino éditeur

ZEW, F. Heinemann et alii, 2003, *Toward a single European Market in Asset Management*

ANNEXE 1 : QUELQUES DONNEES

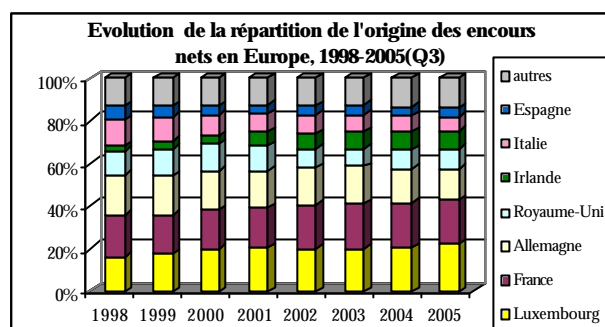


Figure 1: Evolution de la répartition des encours entre 1998 et 2005

Source : EFAMA, données accessibles sur le site de l'AFG, calculs effectués par Y. Tadjeddine

Le marché français à la fin septembre 2005 présentait la situation suivante :

enseigne commerciale	Part de marché (en %)	nombre d'OPCVM	encours (en milliards €)	rang (encours)	encours moyen (en millions €)	souscription nette en 2004 (en milliards €)
Crédit Agricole AM	16,95	423	136,4	1	322,46	9,6
BNP Paribas	8,02	193	64,5	2	334,20	3,1
Société Générale	7,45	274	60	3	218,98	2,5
Natexis Banques Populaires	5,99	154	48,2	4	312,99	6,2
HSBC	3,44	231	27,7	6	119,91	1,5
CIC	3,13	97	25,1	8	258,76	1,7
Axa	2,91	114	23,4	9	205,26	1,9
Aviva France	2,4	58	19,3	11	332,76	3,1
AGF	2,34	102	18,8	12	184,31	1,4
Fortis Banque France	1,39	67	11,2	18	167,16	2,1
Banque d'Orsay	1,36	20	11	19	550,00	2,7
Dexia	1,21	48	9,7	23	202,08	2,6
BFT	1,16	55	9,3	24	169,09	1,4
Oddo & Cie	0,87	45	7	26	155,56	1,6
Richelieu Finance	0,43	5	3,5	39	700,00	1,4
Total 15 enseignes	59,05	1 886,0	475,1		251,91	42,8
Autres enseignes	40,95	5 938,0	692,5		116,62	50,8
Total France	100	7 824,0	1 167,6		149,23	93,6

Figure 2: Les principales enseignes commerciales en 2005 en France

Source : données Europerformance AGEFI Hebdo 21/10/2005, données FEFSI (Y. Tadjeddine)

Annexe 2 : Facteur Démographique

Le vieillissement de la population née lors du baby boom a engendré une montée générale de l'épargne et du poids des patrimoines financiers (11% par an entre 1995 et 1999, alors que le revenu n'augmentait que de 4%, chiffres Babeau 2003).

Patrimoine des ménages en % PIB			
	Royaume Uni	Allemagne	France
1990	200,5	121,7	137,3
1998	302,4	160,7	198,1
2000	300,4	167,7	229,6

Source : Byrne et Davis, 2002

Figure 3 : Patrimoine des ménages en % du PIB

Une grande partie de cette épargne a été placée sous forme d'épargne collective (fonds mutuels de placement, assurance vie ou retraite par capitalisation). De la sorte, les actifs gérés par les organismes d'épargne collective ont considérablement augmenté pendant cette période :

% total patrimoine*		Royaume Uni	Allemagne	France
Monnaie et dépôts	1990	32,3	52,1	40,3
	1998	22,1	40,8	31
	2000	22,8	36,2	26,4
Obligation	1990	1,8	15,2	4
	1998	1,4	11,6	2,6
	2000	1,2	10,8	1,9
Actions	1990	17,6	6	26,8
	1998	16,6	15,3	33
	2000	17,9	16,7	38,4
Fonds mutuels	1990	0,7	4,5	14
	1998	3,9	9,4	9,4
	2000	6	12,1	9
Assurance vie et fonds de pension	1990	47,5	21,8	12,8
	1998	55,8	22,8	23,6
	2000	51,9	24,2	23,9

(*hors IMM)

Source : Byrne et Davis, 2002

Figure 4 : Structure du patrimoine des ménages 1990-2000

ANNEXE 3 : LA DISTRIBUTION

Deux modèles co-existent en Europe. Dans le premier, la distribution des produits de la gestion d'actif est contrôlée par les banques à travers leur réseau bancaire ; dans le second, la distribution est assurée par des structures indépendantes dédiées à la gestion d'actif.

en 2001, en %	banque	assurance et fonds de pension	gestionnaire indépendant
Allemagne	77,6	22,4	0
Espagne	94	4,7	1,3
France	82	15,3	2,7
Italie	90,7	9	0,3
Royaume Uni	46,7	51,1	2,2

Figure 5: Décomposition effective de l'intermédiation financière

Source : Boutillier, Pansard, Quéron [2003]

Les fonds sont majoritairement distribués par les banques. Selon le cabinet KPMG en 2004 en Europe, 80% des produits financiers étaient distribués par les banques. Les gestionnaires indépendants jouent un rôle négligeable dans la distribution, excepté dans le Royaume-Uni.

type organisation	Espagne	Italie	France	Allemagne	Royaume-Uni	Etats-Unis
Banque	90	85	82	67	25	
Assurance	3		9	13		
Courtiers						39
Société de gestion	1	2	4	7	20	10
Autres intermédiaires	6	13	5	13	19	19
Supermarché						32
Multi-tied IFAs advisers					36	
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Figure 6: Répartition des distributeurs par pays en % en 2003

Source : étude BCG 2003, reprise dans la revue d'économie financière n°79, p. 215

ANNEXE 4 : LA DOMICILIATION OFF SHORE

Pays promoteur 2005	encours domicilié au Luxembourg (milliards €)	%
Suisse	298,061	19,5
Etats-Unis	288,178	18,9
Allemagne	257,118	16,9
Italie	163,132	10,7
Belgique	137,536	9
Royaume-Uni	135,929	8,9
France	97,353	6,4
Pays-Bas	39,774	2,6
Japon	28,107	1,8
Suède	24,365	1,6
Autre	55,655	3,7
Total	1 525,21	100

Figure 7: Origine des promoteurs de fonds domiciliés au Luxembourg en 2005

Source : CSSF, décembre 2005⁴³

Pays promoteur 2002	encours domicilié en Irlande (milliards €)	%
Etats-Unis	61,74	24,5
Royaume-Uni	39,312	15,6
Allemagne	21,672	8,6
Italie	8,568	3,4
Afrique du Sud	3,78	1,5
autres	116,928	46,4
Total	252	100

Figure 8 : Origine des promoteurs de fonds domiciliés en Irlande, 2002

Source : European Fund Market Yearbook 2002

Domiciliation des fonds gérés par des promoteurs nationaux

	volume géré fin 2004 (milliards €)	% de fonds domiciliés off shore	taux de croissance encours 2004 (%)	croissance encours off shore en 2004 (%)	croissance encours locaux en 2004 (%)
Suisse	289	75,43%	0	0	-2
Allemagne	380	40,79%	6	17	0
Belgique	145	35,86%	10	6	11
Italie	521	27,83%	1	18	-4
Suède	109	26,61%	16	19	15
France	1 040	3,17%	11	8	11
Total	2 483	25,49%	7	10	6

Figure 9 : OPCVM nationaux domiciliés à l'étranger en 2004

Source : EFAMA, septembre 2005, tableau et calcul par Y. Tadjeddine

⁴³ La CSSF propose des statistiques mensuelles ; la répartition au 30/09/2006 était sensiblement la même, seul changement le Royaume-Uni avec 9,9% passe devant la Belgique (9%), les volumes d'encours étant de 1 652,126 milliards d'euros..

Annexe 5 : Comparaison Etats-Unis / Europe

2005 (3Q)	Taille moyenne des fonds millions €	2005 (3Q)	Taille moyenne des fonds millions €
Italie	322	Finlande	106
Royaume-Uni	264	Espagne	101
Suède	201	Pologne	79
Suisse	179	Autriche	79
Danemark	172	Belgique	75
Luxembourg	171	Norvège	72
Pays-Bas	162	Rép. Tchèque	69
Allemagne	158	Turquie	63
Irlande	148	Hongrie	56
Portugal	113	Liechtenstein	50
Grèce	111	Slovaquie	25
France	111	Taille moyenne	144

Figure 10: Taille moyenne des fonds en Europe en 2005

Source : EFAMA, données accessibles sur le site de l'AFG, calculs effectués Y. Tadjeddine

La taille moyenne des fonds européens est globalement stable. Selon le Fact Book d'EFAMA, elle était de 116 millions d'euro en 1998 et depuis lors elle varie entre cette borne et 144 millions d'euro. On ne peut donc pas parler de hausse significative de la taille des fonds. Nous n'avons pas encore d'explication sur la spécificité italienne, dont l'encours moyen est plus du double de la moyenne européenne (le triple des fonds français).