



# LES ENJEUX DE LA GESTION D'ACTIFS EN EUROPE

STEFFEN MATTHIAS \*

Les années 2005-2006 devraient être des années clés pour la gestion d'actifs en Europe car la Commission européenne et le CESR (Committee of European Securities Regulations - Comité européen des autorités de tutelle des marchés de titres) vont ensemble redéfinir la législation qui régit notre industrie. Reste à voir si la demande sera au rendez-vous, et, en particulier, si les investisseurs feront de nouveau confiance aux produits actions. Les questions qui se posent donc sont : quels sont les enjeux pour la gestion d'actifs en Europe ? Dans quelle direction va-t-elle se développer ? Cet article tente d'y apporter quelques réponses.

Dans la première section, nous parlerons de la demande et, plus précisément, de ses évolutions récentes ; ensuite, la deuxième section abordera certains problèmes réglementaires liés à l'absence d'un Marché unique pour notre industrie et, enfin, nous envisagerons quelques développements possibles en matière de régulation. L'accent sera mis sur la gestion des fonds pour les investisseurs individuels tout en retenant que la gestion d'actifs pour les investisseurs institutionnels est tout aussi importante, mais que nous ne disposons que de peu ou pas de statistiques à ce sujet. En outre, pour les investisseurs institutionnels le cadre réglementaire est moins structurant et l'accès aux services qui leur sont offerts est beaucoup plus aisé, même au niveau transfrontalier. Plus important encore, le Marché unique est, déjà, largement une réalité pour le segment institutionnel, alors que celui du « grand public » est loin de l'être.

\* Secrétaire général, EFAMA.

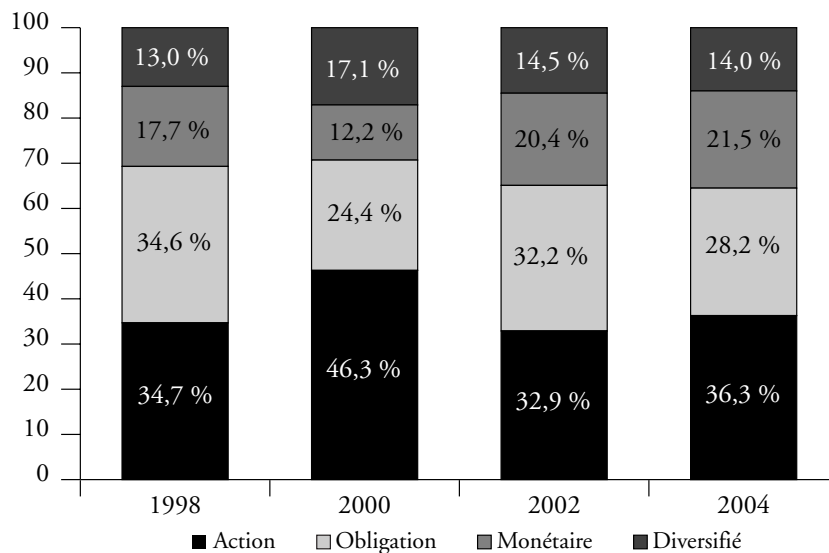
### UNE DEMANDE DE FONDS À LA HAUSSE ?

Les statistiques de la FEFSI (maintenant EFAMA) sur les fonds d'investissement sont éloquentes : dans la deuxième moitié des années 1990, l'évolution du volume des fonds en actions, ainsi que la part du patrimoine financier des ménages investi en actions (directement ou indirectement *via* les fonds) avaient fait preuve d'un dynamisme exceptionnel. Cette période a été, en effet, le point de départ d'un changement fondamental dans les mentalités, notamment avec des ménages qui ont commencé à manifester un intérêt croissant pour les placements en actions ou les fonds en actions. Ceci contrastait ouvertement avec la situation qui prédominait auparavant où les patrimoines financiers sur le continent européen (contrairement au Royaume-Uni) étaient largement dominés par l'investissement en produits à revenus fixes - dont les dépôts bancaires - et en fonds d'obligations et monétaires.

Hélas, cet âge d'or n'aura duré que 5 années et a atteint son apogée en 2000 avec l'éclatement de la bulle technologique ayant conduit à la perte de confiance des investisseurs dans les marchés en actions. Les raisons de cette perte de confiance dans les marchés en actions ont fait l'objet de nombreux débats et nous ne souhaitons pas les ressasser ici. Indépendamment des raisons avancées, les fonds en actions ont perdu jusqu'en 2002 autour de 40 % de leur valeur. Depuis, ils ont remonté la pente pour atteindre à la fin de 2004 un niveau équivalent à celui de 2000.

2

**Graphique n° 1**  
**Répartition de l'encours par type de fonds en Europe**



Source : EFAMA

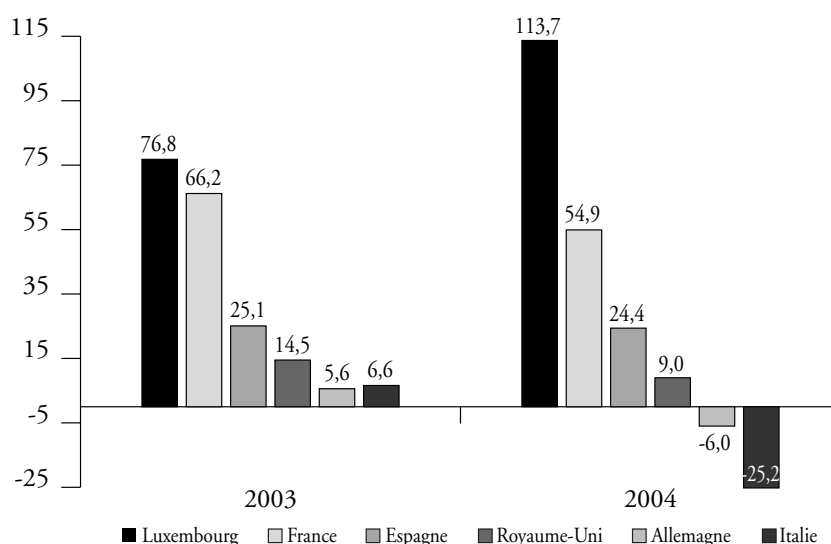
Toujours est-il, avec un encours de 1 345 Md€, les fonds en actions représentent actuellement 35 % de l'actif net de l'ensemble des OPCVM, contre 45 % avant la crise. Le poids des fonds obligataires étant resté presque inchangé, ce sont les fonds monétaires qui ont vu leur volume presque doubler du fait de la recherche de sécurité et de liquidité par les investisseurs<sup>1</sup>.

Même si l'on peut constater aujourd'hui un regain d'intérêt de la part des investisseurs dans les actions, ou les fonds en actions, cette nouvelle tendance doit être interprétée avec prudence. Il y a deux raisons à cela. D'une part, la croissance des marchés actions au cours des années 1990 était unique et semble donc peu susceptible de se répéter. D'autre part, les ménages ne se sont pas encore remis du choc de l'année 2000 - surtout en Allemagne où beaucoup de ménages ont perdu des fortunes sur le « Nouveau marché » (*Neuer Markt*). De fait, l'industrie des fonds « grand public » en Allemagne souffre encore aujourd'hui des conséquences de ce bouleversement et elle a encore perdu beaucoup de terrain au cours des 2 dernières années comparativement aux autres places européennes.

Une autre évolution très importante pour l'avenir de l'industrie des fonds est le fait que l'ensemble des marchés traditionnels (à l'exception à ce stade du marché français) souffre de la concurrence des *hubs*

3

**Graphique n° 2**  
**Souscriptions nettes des OPCVM en Europe**  
(en Md€)



Source : FEFSI-AFG



irlandais et luxembourgeois. Ainsi, en 2004, l'injection de capitaux dans les seuls fonds domiciliés au Luxembourg représentait 57 % de tous les investissements en OPCVM harmonisés européens.

On a pu enfin constater au cours des 2 dernières années l'arrivée en force des produits « alternatifs » et structurés. En Allemagne surtout, les fonds immobiliers (qui ne sont pas des produits « alternatifs » à proprement parler, mais plutôt une variante des fonds en actions) ont connu une renaissance. D'autre part, des produits dits d'*absolute return* (surtout les *hedge funds* et les « fonds de *hedge funds* ») n'ont pas encore connu le succès escompté auprès du grand public. Reste à voir quel sera l'avenir de ces produits, dont l'industrie avait espéré une relance des affaires. Quant aux produits structurés, l'année 2004 a mis en évidence une évolution pour le moins inquiétante : l'arrivée en masse de ces produits qui ne sont pas des fonds, mais qui, pour l'investisseur « normal », sont souvent très difficiles à distinguer des fonds. En Allemagne en 2004, les *Zertifikate* ont recueilli davantage de capitaux que les fonds. Cette concurrence inégale - issue en grande partie des différences de réglementation - crée des problèmes sérieux et nous reviendrons sur ce sujet ci-après.

#### L'ENJEU PRINCIPAL : RÉALISER UN VRAI MARCHÉ UNIQUE

Nous avons souligné à plusieurs reprises que même avec la nouvelle Directive OPCVM (qui est le résultat des modifications apportées à l'ancienne Directive de 1985), le Marché unique pour la gestion d'actifs est loin d'être une réalité. Cette impression a été renforcée sérieusement en 2004 par au moins trois faits :

- un groupe d'experts en *asset management*, établi par la Commission européenne en 2003, a publié au printemps 2004 un rapport attirant l'attention sur un nombre significatif d'éléments empêchant la réalisation d'un Marché unique, y compris l'absence d'un *level playing field*, le terme consacré pour « équité concurrentielle »<sup>2</sup> ;
- les discussions ouvertes par le CESR<sup>3</sup> dans le contexte des différentes procédures de consultation concernant le niveau 2 *Regulation* visant les Directives MiFiD<sup>4</sup> et OPCVM, démontrent, elles aussi, l'absence totale d'un *level playing field* ;
- et, enfin, la montée en puissance dans les statistiques de l'offre de produits structurés, qui se développent en dehors d'un *level playing field*, vient confirmer ce point de vue.

La question se pose alors de savoir en quoi consiste la notion de Marché unique. Le plus souvent, n'est comprise par ce concept que la possibilité de distribuer des fonds de manière transfrontalière. Mais le concept d'un Marché unique va beaucoup plus loin, du moins dans



l'esprit de Jacques Delors, le père spirituel de cette idée et président de la Commission européenne de 1985 à 1995. J. Delors l'a défini comme *un grand marché unique sans frontières à l'intérieur*. Le rôle de la Commission européenne consistait à définir les règles du jeu et à mettre en place le cadre réglementaire nécessaire. Le cœur de ce concept est la reconnaissance mutuelle des règles nationales des autres participants à ce marché, ce qui exige dans le contexte de l'intérêt public, tels que les services financiers, un rapprochement des règles et des pratiques nationales pour renforcer la confiance entre les autorités nationales. Un pilier important de ce concept est justement la création des conditions pour la mise en place d'un *level playing field* (équité concurrentielle) tel que défini par la Commission européenne il y a quelques années.

Tout le monde est d'accord pour dire qu'un des problèmes aujourd'hui est le manque de confiance entre les autorités nationales de tutelle. Pour remédier à cette situation, le fait de souhaiter un rapprochement des règles et des pratiques des autorités est une chose, mais définir le niveau nécessaire d'harmonisation en est une autre. Trop d'harmonisation risque d'aboutir à une surrégulation au détriment de la compétitivité de l'industrie et de son génie créatif ; trop peu risque d'empêcher l'aboutissement d'un Marché unique car des règles trop diverses rendent impossible ou trop compliquée toute activité transfrontalière.

Donner à tous ceux qui offrent des produits et/ou des services comparables la possibilité de les commercialiser sur un même terrain de jeu est nécessaire pour créer une industrie (des services financiers) compétitive au niveau européen et, par ricochet, au niveau mondial. Au risque de nous répéter, ce n'est pas encore le cas en Europe en ce qui concerne les services et les produits d'épargne. C'est surtout à l'investisseur que cela nuit car, le plus souvent, soit il dispose d'un choix réduit en matière de produits, soit il distingue difficilement les produits dont la réglementation est à son avantage des nombreux autres produits proposés sur le marché.

Le problème est multiple : d'abord, il s'agit d'un problème entre les fonds d'investissement eux-mêmes, ensuite, entre les fonds et les produits d'épargne similaires et, enfin, le problème se situe au niveau de la production et de la commercialisation.

Qu'est-ce que cela signifie ?

- *Level playing field* entre les fonds veut avant tout dire « mettre fin à la discrimination fiscale ». Depuis que FEFSI/EFAMA, en collaboration avec PriceWaterhouseCoopers, s'intéresse à ce problème, la situation a beaucoup évolué de manière positive et les infractions à l'encontre d'un traitement égal des fonds nationaux et des fonds étrangers en termes de fiscalité sont en diminution, et les cas d'infractions les plus graves ont été résolus. Toujours est-il, l'industrie doit rester vigilante.



• La question de la création d'un *level playing field* entre les fonds et les autres produits d'épargne est beaucoup plus complexe. D'abord parce qu'il faut distinguer entre la concurrence au niveau de la production et celle au niveau de la distribution, et ensuite, parce que les cas diffèrent beaucoup d'un pays à l'autre. En ce qui concerne les produits concurrents, il n'y a pas seulement les produits structurés, comme les *Zertifikate* en Allemagne, il y a aussi certains produits d'assurance-vie, comme en Belgique, où les fonds du deuxième pilier sont clairement défavorisés par rapport aux produits de pension proprement dits, mais aussi par rapport aux produits d'assurance-vie, la méthode dite de *ringfencing* étant seulement permise pour ces derniers... Au niveau de la production, la situation est facile à comprendre : pour les fonds, il existe des règles strictes, dictées par la Directive OPCVM<sup>5</sup>. Pour les autres produits, les règles sont plus souples et moins contraignantes dans la plupart des cas. L'investisseur ne percevant souvent pas la différence entre les produits risque d'être séduit par le fait que les produits non OPCVM semblent moins chers ou plus faciles à comprendre. Il n'existe cependant pas de règles sur la transparence des frais de ces produits, ni sur l'explication des prix pratiqués.

Le problème devient réel, pour peu que l'on suive la discussion en cours auprès du CESR sur les investissements permis en matière de fonds, et notamment ceux dans des instruments structurés. Si la réglementation devient trop « restrictive », les fonds perdront du terrain au bénéfice des produits non OPCVM et les investisseurs sont *nolens-volens* poussés vers les produits moins réglementés et offrant moins de protection.

En ce qui concerne la distribution, la question est actuellement au cœur des débats du CESR au niveau 2 « Conseil » concernant la directive dite « MiFiD ». Les conseils prodigués aux investisseurs en matière d'épargne doivent être appropriés (*suitable advice*). Mais que faire lorsque les informations sur les différents produits ne sont pas comparables ? Les fonds visés par la Directive OPCVM doivent, outre un prospectus détaillé, présenter un prospectus simplifié comprenant des informations précises sur la structure des frais. De très nombreux autres produits concurrents par la force des choses sont exonérés de fait de ce type de contraintes. Il y a là un risque réel de voir le distributeur se concentrer sur la distribution des produits plus simples - car moins réglementés - et de négliger les fonds. Tout ceci au détriment de l'investisseur.

Toutes ces questions font l'objet de discussions dans le cadre de l'application des Directives adoptées au cours des 3 dernières années. Dans les mois à venir, des lignes de conduite d'une importance capitale pour notre industrie seront données. C'est à nous de veiller à ce qu'elles nous guident dans la bonne direction.



## L'AVENIR DE NOTRE INDUSTRIE : UNE RÉGLEMENTATION PLUS AXÉE SUR LES MARCHÉS ?

Dans le cadre de l'exécution du mandat de la clause de révision (*review clause*) donné par le Parlement européen à l'occasion de sa deuxième lecture de la nouvelle Directive OPCVM, et en suivant les recommandations formulées par le Groupe d'experts *Asset Management* dans son rapport publié en avril 2004<sup>6</sup>, la Commission européenne consacre un *Livre vert* à l'industrie des fonds dont la publication est prévue en juin/juillet 2005.

L'idée de la Commission serait de se limiter dans un premier temps à une identification des problèmes que connaît notre industrie, sans au préalable proposer des solutions. Ce *Livre vert* ne se contentera pas seulement de livrer le rapport complet comme demandé par le Parlement européen, mais il établira une liste détaillée de tous les problèmes et interrogations concernant notre industrie et les positionnera dans le contexte de l'objectif final, à savoir la réalisation d'un Marché unique.

Il devrait donc inclure des questions telles que :

- que faire avec les fonds qui ne sont pas encore harmonisés (fonds immobiliers, *hedge funds*, fonds de *hedge funds*, *venture capital funds*...) ; faut-il les harmoniser ou trouver d'autres moyens pour une commercialisation transfrontalière ?
- harmonisation des règles pour les « placements privés » ? ; la distribution transfrontalière de fonds non harmonisés est-elle une solution ?
- comment faire pour une application réelle du passeport pour la société de gestion ? Que peut-on faire avec les fonds communs de placement ?
- avons-nous besoin d'un passeport pour le dépositaire ? Quelles sont leurs activités principales ?
- que peut-on faire pour permettre la fusion transfrontalière des fonds et la pratique de techniques telle que le *pooling* ?
- comment simplifier ou supprimer la procédure de notification lors de l'enregistrement de fonds à passeport (un thème auquel se consacre la FEFSI/EFAMA depuis de nombreuses années) ?
- comment rendre la législation européenne actuelle plus flexible, plus simple et conforme à la procédure dite « Lamfalussy » ?
- comment obtenir une concordance et articulation optimale entre les règles concernant la gestion des actifs reprises dans la Directive MiFID et celles visées par la Directive OPCVM ?

De plus, nous espérons que la Commission européenne n'oubliera pas d'envisager les problèmes d'équité concurrentielle, tels que mentionnés plus haut, posés par certains produits d'épargne.



Cet agenda étant assez complexe, elle risque d'alimenter les débats. Il y a surtout une question qui échauffe les esprits : faudrait-il une seule Directive visant la gestion des actifs qui rassemblerait les règles reprises dans la Directive MiFID et la Directive OPCVM respectivement, avec l'ajout de toutes les autres questions abordées, ou vaudrait-il mieux trouver des solutions au cas par cas dans le cadre de la législation actuelle dictée par ces deux Directives ?

L'un des problèmes majeurs dans ce contexte est sûrement celui lié au fait que la gestion des actifs pour compte de tiers doit être acceptée comme un métier de plein droit, notamment à l'instar de l'assurance et de la banque. Bien qu'encore à ses débuts, la création d'une unité *asset management* au sein de la Commission européenne et d'un groupe d'experts *investment management* auprès du CESR, laisse entrevoir des évolutions positives dans ce sens.

Mais, quoi qu'il en soit, personne ne s'attend à des solutions précises dans les mois à venir. Le *Livre vert* de la Commission ne fera qu'amorcer la discussion.

En guise de conclusion, la réponse à la question « quels sont les enjeux de la gestion d'actifs en Europe ? » est claire : profiter au mieux de la porte qui va s'ouvrir pour travailler de manière efficace à la création d'une législation plus favorable à l'industrie de la gestion et contribuer ainsi à la réalisation d'un véritable Marché unique de la gestion d'actifs. L'enjeu est de taille car une fois cette porte refermée, elle ne se réouvrira sans doute pas de sitôt.

## NOTES

1. N'empêche, globalement et sur le moyen terme, le volume géré par l'industrie des fonds d'investissement en Europe connaît une évolution plus rapide que celle, plus mature, des États-Unis (cf. graphiques en annexe).
2. Cf. « *European Financial Integration : Reports of four independent groups of experts* », rapport publié par la DG « Marché intérieur ».
3. *Committee of European Securities Regulators* ou le Comité européen des autorités de tutelle des marchés de titres.
4. Directive visant les marchés en instruments financiers.
5. Directive 85/611/EEC de décembre 1985.
6. Cf. note (1).