



LE SECTEUR EUROPÉEN DE LA GESTION DES PENSIONS

E. PHILIP DAVIS *

Cet article tente d'évaluer l'état actuel et les perspectives futures de la gestion privée des retraites en Europe Continentale, en mettant un accent particulier sur la nature de la concurrence qui existe entre les gestionnaires d'actifs. Les aspects industriels de la gestion d'actifs sont présentés dans la première partie, tandis que la deuxième partie fournit des données sur les actifs des fonds de pension en Europe, considérés dans le contexte plus large des investissements institutionnels et de la structure financière globale. Alors que l'essentiel des pensions privées dans les pays de l'UE est versé par les sociétés et donc à des conditions « de gros », on constate que les pensions au détail basées sur des fonds communs de placement revêtent une importance croissante, et les assureurs-vie jouent un rôle significatif dans la fourniture et la gestion des produits de pension. Par conséquent, dans les troisième et quatrième parties, nous examinons la situation actuelle sur les marchés « de gros » et « de détail » de la gestion d'actifs en Europe Continentale. Dans la cinquième partie, nous examinons les pressions futures exercées sur les fonds de gestion des retraites en Europe Continentale.

LE SECTEUR DE LA GESTION D'ACTIFS

Dans la discussion sur le secteur des fonds de pension privés, il est naturel de se concentrer essentiellement sur la gestion d'actifs. Il s'agit d'une prestation fournie à un investisseur institutionnel tel qu'un fonds de pension, qui renvoie au processus par lequel les actifs collectés par les

* Department of Economics and Finance, Brunel University, Uxbridge, Middlesex UB3 4PH, Royaume-Uni (e-mail 'e_philip_davis@msn.com', site Web: 'www.geocities.com/e_philip_davis'), « Visiting Fellow » au National Institute of Economic and Social Research, Membre associé du Financial Markets Group à la LSE, Membre associé du Royal Institute of International Affairs et Moniteur de recherche au Pensions Institute au Birkbeck College, de Londres. Cet article s'inspire en partie de Davis et Steil (2001), dont les droits d'auteur sont détenus par les auteurs et par MIT Press. Je remercie Mike Orszag, Anne Lavigne et Karel Lannoo pour leurs commentaires et leurs conseils utiles.



investisseurs institutionnels sont effectivement investis sur les marchés des capitaux. Les gestionnaires peuvent se trouver dans le service « gestion d'actifs » de banques ou de maisons de titres, dans des sociétés de gestion de fonds capitalisées séparées appartenant à des banques ou des compagnies d'assurance, dans des sociétés de gestion de fonds indépendantes, dans des fonds de pension internes aux entreprises ayant de grands fonds ou encore chez les assureurs-vie eux-mêmes. Les types de gestion d'actifs peuvent être subdivisés en : gestion en gros (gestion d'actifs pour le compte d'un investisseur institutionnel tel qu'un fonds de pension), et gestion de détail (gestion d'actifs, par des fonds communs de placement ou bien directement pour le compte des ménages pour leurs pensions personnelles).

Une autre distinction est opérée entre gestion d'actifs générique, spécialisée et équilibrée. La gestion générique se réfère à des opérations strictement quantitatives et non discrétionnaires, telles que l'indexation, l'immunisation de portefeuille et la fourniture de rentes viagères. La gestion spécialisée oblige le gestionnaire à procéder uniquement à un choix discrétionnaire de titres (choix des titres individuels dans telle catégorie d'actifs), l'allocation des actifs (choix des marchés et des instruments dans lesquels investir) étant faite par le commanditaire conseillé par des consultants. Une gestion équilibrée oblige le gestionnaire d'actifs à entreprendre de manière discrétionnaire à la fois l'allocation des actifs et le choix des titres.

Comme le détaille *British Invisibles* (1997), la fonction du gestionnaire d'actifs peut être subdivisée en fonctions de *front office* et en fonctions de *back office*. Les fonctions de *front office* incluent les éléments suivants :

- la commercialisation de nouveaux produits et le développement de produits ;
- la gestion de fonds, thème principal de cet article, y compris la gestion stratégique des fonds (allocation à long terme des actifs et gestion des risques), la gestion opérationnelle des fonds (choix des titres, allocation tactique des actifs, prise de décisions, et mise en œuvre), la recherche (fondamentale et économique/technique ainsi que l'analyse des sociétés), la négociation (achat et vente de placements, relation avec le courtier en amont de la transaction), et gestion de trésorerie (placement de dépôts et de devises).

Les fonctions de *back office* comprennent les éléments suivants :

- le traitement et le règlement des transactions (administration et contrôle des transactions, relation avec les courtiers et les dépositaires en aval de la transaction), la conservation (conservation et contrôle des titres), et prêts sur titres (conclusion et traitement des prêts) ;
- l'assistance aux systèmes : maintenance des systèmes (maintenance



opérationnelle et technique des systèmes informatiques existants) et le développement de systèmes (planification et mise en œuvre des nouveaux outils informatiques et améliorations majeures apportées aux systèmes existants) ;

- la comptabilité et l'administration : comptabilité des investissements (communication des valorisations et de rapports aux clients, demandes de remboursement d'impôts, informations sur la gestion), mesure des performances (communication de rapports sur les performances des investissements, analyse d'imputation des rendements), et administration des fonds communs de placement (relation avec les clients et administration associée, y compris les notes contractuelles, la commercialisation et le lien entre fidéicommissaire et dirigeant) ;

- l'administration générale : mise en conformité avec la réglementation (rapports autorités de tutelle et activités de surveillance interne), comptabilité financière (comptabilité et reporting d'entreprise), et gestion d'entreprise (formation, gestion de personnel et immobilière).

Le degré de regroupement de ces fonctions diffère d'une région à l'autre. Elles sont plus regroupées en Europe Continentale, où la gestion de fonds comprend souvent l'exécution des transactions, le conseil en placements, la conservation des titres et leur commercialisation, toutes ces activités étant typiquement proposées par une banque universelle ou un assureur-vie. En revanche, ces prestations ont tendance à être fournies séparément dans les pays anglo-saxons. Le degré de combinaison varie aussi d'un secteur à l'autre, les assureurs-vie proposant habituellement plus de combinaisons que les fonds de pensions et les fonds de placement.

Comme l'argumentent Davis et Steil (2001, Chapitre III), la gestion d'actifs peut être analysée comme n'importe quelle autre industrie en fonction de la nature de la concurrence. En adoptant le paradigme « structure-comportement-performance », on peut classer les secteurs comme monopolistiques, oligopolistiques, en concurrence monopolistique, ou en concurrence parfaite. En prenant en considération les coûts irrécupérables, la concurrence potentielle et les interactions stratégiques entre les firmes, on peut également distinguer des configurations supplémentaires, telles que les « marchés contestables » et la concurrence stratégique. La nature du secteur diffère sensiblement d'un pays à l'autre. Globalement, la nature de la concurrence sur le marché est liée en principe à la technologie de ce marché, à la réglementation et à la demande. Davis et Steil ont constaté que la gestion d'actifs au détail au Royaume-Uni et aux États-Unis, et la gestion d'actifs spécialisée en gros aux États-Unis, se caractérisent par une concurrence monopolistique (peu d'économies d'échelle, un grand nombre de firmes, une absence d'homogénéité des produits, mais pas de bénéfices supérieurs à la



normale). La gestion d'actifs en gros britannique et la gestion d'actifs générique américaine sont considérées comme des marchés contestables (un petit nombre de firmes, des économies d'échelle, mais un comportement concurrentiel en raison de la concurrence potentielle, et donc pas de bénéfices supérieurs à la normale).

Davis et Steil ont aussi présenté les résultats d'un questionnaire sur la nature de la concurrence dans la gestion d'actifs mondiale. En résumé, les réponses au questionnaire montrent que les éléments clés de la concurrence dans la gestion d'actifs sont les rendements par rapport aux autres gestionnaires, et la réputation auprès des clients et des conseillers. Les barrières à l'entrée sur les marchés intérieurs et extérieurs comprennent : les canaux de distribution, les effets de relations, et les réputations des sociétés existantes ; l'entrée sur le marché étranger est considérée comme plus difficile que l'entrée sur le marché intérieur. On s'attend à une consolidation et une mondialisation plus poussées du marché. Les avantages de taille résultent principalement de la réputation, des coûts d'exploitation moins élevés étant compensés par les coûts de l'impact sur le marché de transactions plus importantes. On considère que l'avenir sera fortement influencé par les fusions, les avantages acquis par les grandes entreprises, et la participation de banques commerciales et d'investissement dans la gestion d'actifs.

4

FONDS DE PENSIONS EUROPÉENS ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Passons maintenant à une analyse de la nature du secteur des fonds de pension privés en Europe Continentale. En l'an 2000 dans l'UE, les fonds de pensions représentaient environ 30 % du PIB, tandis que les actifs des compagnies d'assurance dépassaient 50 % du PIB et les fonds d'investissement 40 %. La valeur totale des actifs institutionnels en Europe était d'environ 11 000 Md€, ce qui correspond à des recettes annuelles d'environ 40 Md€.

Comme l'indique le tableau n° 1, la taille des secteurs des fonds de pension diffère sensiblement d'un pays à l'autre : le Danemark, les Pays-Bas et la Suède, ainsi que la Suisse, sont aux avant-postes en Europe Continentale, et le Royaume-Uni et l'Irlande ayant aussi des secteurs importants de fonds de pension. Puisque nous nous intéressons principalement à l'Europe Continentale, il convient de noter que la valeur des fonds institutionnels gérés en Europe est dominée par le Royaume-Uni, qui en représente environ 30 % (voir aussi *Institutional Investor*, 1999). Par conséquent, la taille du secteur des fonds de pension dans la zone euro est inférieure à celle du secteur dans l'UE dans son ensemble. Il convient toutefois de noter que dans certains pays, les actifs de retraites sont aussi accumulés sous la forme d'assurance-vie et d'actifs de fonds

d'investissement, si bien que la taille mondiale du « financement privé » dépasse celle qui est incluse dans la colonne des fonds de pension. Il est également possible qu'ils soient décomptés en double dans ce tableau, puisque comme nous l'évoquerons ci-dessous, les compagnies d'assurance sont des gestionnaires majeurs d'actifs de fonds de pension, et que les fonds de pensions sont également des investisseurs majeurs dans les sociétés d'investissement.

Tableau n°1
Actifs des investisseurs institutionnels (2000)
(en % du PIB)

	Fonds de pension	Fonds d'investissement	Assurance
Belgique	6	30	42
Danemark	24	20	78
Allemagne	16	12	43
Grèce	4	25	1
Espagne	7	30	13
France	7	55	61
Irlande	51	144	45
Italie	3	39	21
Luxembourg	1	3 867	117
Pays-Bas	111	25	65
Autriche	12	40	24
Portugal	12	16	20
Finlande	9	10	57
Suède	57	34	90
Royaume-Uni	81	27	107

Sources : EFRP, FEFSI, CEA, basé sur CEPS (2002).

Walter (1999) suggère qu'au cours de ces dernières années, les principales forces motrices de la gestion d'actifs institutionnelle en Europe Continentale - et en particulier la gestion d'actifs des pensions privées - comprennent :

- la tendance vers une gestion professionnelle des actifs des ménages ;
- la prise de conscience par les ménages et par la plupart des gouvernements que les systèmes de retraite par répartition ne sont pas soutenables sous leur forme actuelle, ce qui débouche sur une épargne de précaution et des réformes stimulant la capitalisation, comme c'est le cas en Allemagne ;
- l'évolution de pensions à prestations définies vers des pensions à cotisations définies dans le secteur privé ;
- et l'évolution des portefeuilles vers plus d'actions et d'actifs étrangers.

En dépit de l'argument de Walter, les systèmes de retraites à prestations définies restent prédominants, et il existe généralement des

réglementations très restrictives encadrant les choix de portefeuille des fonds de pensions (et des assureurs-vie), ce qui limite le développement des investissements en actions et en actifs étrangers (voir Davis, 2002a).

À cause de la domination des retraites par répartition (Davis, 1995), il faut reconnaître que la marge de développement des fonds de pension privés est encore plus grande en Europe Continentale que dans des marchés relativement mûrs comme ceux des États-Unis et du Royaume-Uni, où les systèmes de retraite reposent déjà sur une capitalisation significative. L'épargne retraite est susceptible d'augmenter considérablement dans les vingt prochaines années, car les particuliers cherchent à préparer leur retraite¹. Ces éléments permettent d'expliquer l'attention considérable portée aux marchés européens par ce secteur en général. La marge de progression a encore été élargie par l'UEM, comme indiqué dans la cinquième partie.

Traditionnellement, la gestion des fonds de pension européen s'appuie sur des placements en obligations nationales, ce qui est, entre autres, imputable :

- au risque relatif d'imposition des actions, qui est moins élevé pour les porteurs d'obligations anonymes ;
- à des systèmes comptables basés sur des coûts historiques ;
- à la réglementation des placements (Davis, 2002a) ; et
- à la prudence des investisseurs qui s'explique par certains épisodes historiques de risques liés aux actions (par exemple, après la 2^e Guerre Mondiale, les actions ont perdu la totalité de leur valeur dans beaucoup de pays ; voir Jorion et Goetzmann, 1999).

Notamment en Espagne, en Allemagne, et en France, il y a eu une certaine suspicion à l'égard des investissements internationaux, par exemple en raison de l'inquiétude suscitée par le risque de change, le risque de liquidité et le manque d'information. Mais on constate des signes d'évolution vers une approche basée sur les actions et sur l'international, car les investisseurs apprécient les avantages de la diversification et le gain net de rendement à long terme tiré des actions (en dépit du marché baissier actuel). En plus, l'UEM a supprimé le risque de change pour les pays participants. L'indexation des portefeuilles se développe rapidement, bien qu'elle ne représente qu'environ 4 % des actifs en 1999 (quoique l'indexation soit plus courante aux Pays-Bas, en Irlande et en Suisse).

STRUCTURE, COMPORTEMENT ET PERFORMANCE DE LA GESTION D'ACTIFS EN GROS EN EUROPE

Un point crucial est que bon nombre de marchés de gestion des fonds de pension sont dominés par un nombre limité de banques et de compagnies d'assurance. En outre, les marchés des capitaux de l'UE et le secteur de la gestion des fonds de pension restent fragmentés.

Dans la plupart des pays, ce sont toujours les gestionnaires nationaux qui sont dominants, alors qu'ils sont par ailleurs peu représentés à l'étranger.

Ce marché segmenté subsiste, bien que certaines barrières à la concurrence transfrontalière aient été supprimées par les Directives de l'UE. Depuis le début de 1996, la Directive sur les services d'investissement (DSI) a proposé un « passeport » européen aux gestionnaires d'actifs, ce qui crée donc une situation équitable dans la commercialisation transfrontalière de la gestion des investissements (à l'exclusion des fonds communs de placement ; voir la quatrième partie). Elle a aussi imposé aux sociétés d'investissement des exigences de fonds propres qui sont conçues pour laisser aux sociétés en difficulté une période de réduction d'activité adéquate de trois mois². Les exigences de base pour exercer la gestion d'actifs en vertu de la DSI sont que les dirigeants doivent avoir une bonne réputation et une expérience suffisante ; la société doit être une entité juridique ; au moins deux personnes doivent prendre part au processus de prise de décision, et le siège social doit se trouver dans le même État membre que la succursale. D'autre part, les lacunes de la Directive ont été largement utilisées à des fins protectionnistes (voir Steil, 1996). Les compagnies d'assurance profitent aussi des Directives sur le Marché unique, qui permettent que des services et des produits soient proposés dans toute l'Union européenne. L'agrément bancaire unique en vertu des Directives bancaires est également valable pour les investissements institutionnels (dans le cas de banques offrant des services de gestion d'actifs, ainsi que de conseil et de négociation de valeurs mobilières). (Nous discuterons des sociétés d'investissements dans la quatrième partie, et des développements de la Directive fonds de pension dans la cinquième partie.)

En Europe Continentale, les gestionnaires ont tendance à proposer une gestion équilibrée, avec des services de gestion de placements pour des portefeuilles complets, comme au Royaume-Uni, plutôt qu'une gestion spécialisée comme aux États-Unis. Toutefois, la généralisation est risquée, puisque les secteurs ne sont absolument pas homogènes. Aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse, la taille des marchés des capitaux - et des secteurs institutionnels - est comparable à celle des pays anglo-saxons. Mais sur les plans structurel et comportemental, les secteurs de la gestion d'actifs en gros sont plutôt différents. Dans plusieurs pays, c'est plutôt la banque du commanditaire du fonds de pension qui est le gestionnaire, pour des raisons relationnelles, en faisant quasiment abstraction de sa performance. En outre, la moitié des fonds de pension européens sont assurés (bien que l'assureur puisse déléguer une partie ou l'ensemble de la gestion d'actifs à d'autres



institutions) : ils proposent habituellement un rendement garanti d'environ 4 % (*Financial Times*, 1999). En Espagne, les fonds doivent être gérés soit par une banque, soit par une compagnie d'assurances.

Le processus de choix du gestionnaire diffère profondément de celui adopté dans les pays anglo-saxons, où les consultants prennent une part prépondérante. Aux Pays-Bas, les membres du conseil d'administration du fonds, qui sont des professionnels du placement et ont une formation universitaire ou financière, peuvent diriger ce processus. Dès lors, on constate une intense concurrence entre les gestionnaires d'actifs. En Suisse, un cadre dirigeant de la banque peut siéger au conseil pour choisir et recommander les gestionnaires. Sans doute un reflet de cette situation, 80 % des actifs de retraite sont placés dans des « véhicules » communs gérés par des banques suisses, et environ 20 % sont dans des fonds distincts.

La taille des gestionnaires d'actifs diffère considérablement, ce qui reflète en grande partie la taille du marché intérieur. Dans des pays tels que l'Irlande et les pays scandinaves par conséquent, les sociétés sont généralement plutôt petites. Dans les pays d'Europe du Sud, y compris l'Espagne, l'Italie et le Portugal, il n'y a que six sociétés qui font partie des 150 plus grandes en Europe. Puisque les gestionnaires sont généralement équilibrés, ceci implique une échelle inefficace et des avantages potentiels de consolidation dans le secteur. Dans une enquête menée par McKinsey (2000), la taille moyenne des sociétés était d'environ 55 Md\$ au Royaume-Uni, en France et en Allemagne, mais seulement quelque 30 Md\$ au Benelux et en Italie, et 10 Md\$ en Espagne. Broby (1997) prétendait que l'échelle minimale d'efficacité pour les gestionnaires de fonds était d'environ 5 Md€, et l'équivalent actuel est probablement d'environ 7 Md€. Parallèlement, McKinsey (2000) montre que les grandes entreprises en Europe réalisent des bénéfices de 25 % plus élevés que les petites, ce qui reflète en grande partie un avantage de coûts de 4,3 points de base (pb) par rapport aux actifs (11,9 pb contre 16,2 pb). Cette différence n'est pas imputable aux coûts de la gestion des fonds eux-mêmes, mais aux coûts informatiques et d'assistance (différence de 2 pb entre grandes et petites entreprises), et aux coûts de commercialisation et de marketing (1,2 pb de différence).

L'une des raisons pour lesquelles la consolidation en vue d'accroître l'efficacité est lente est la difficulté des fusions : assez peu de gestionnaires de fonds indépendants sont disponibles, la plupart d'entre eux étant liés à des banques ou des compagnies d'assurance, ou en faisant partie. Les fusions de gestionnaires d'actifs dans n'importe quel pays peuvent se heurter à des problèmes tels que la perte de personnels de qualité. Mais les rachats transfrontaliers de gestionnaires de fonds en Europe Continentale sont particulièrement difficiles.

Chaque pays a des traditions comptables différentes qui empêchent de mesurer la valeur d'un fonds, d'une activité de gestion, et le degré d'intégration de l'activité. La fiscalité, l'utilisation des données de marché, et les règles de publicité sur la présentation des résultats, peuvent aussi varier considérablement.

En ce qui concerne les frais, d'après Harrison (1997), au milieu des années 1990, les frais des activités en gros telles que la gestion d'actifs des fonds de pension, atteignaient entre 100 et 200 pb des fonds gérés par an en Belgique, 25 à 75 pb par an au Danemark, et 10 à 20 pb pour les grands fonds en Irlande ; aux Pays-Bas, les gestionnaires d'actions peuvent facturer 25 pb, et les gestionnaires d'obligations 12,5 pb ou moins. En Suisse, ces frais atteignent 50 pb, mais les coûts globaux comprennent également les frais retirés d'opérations, plus fréquentes que nécessaires, d'allers et retours sur certains titres (ces achats/ventes supplémentaires peuvent représenter entre 50 et 75 % du chiffre d'affaires annuel).

Une évaluation plus récente et systématique des frais de gestion des fonds de retraites est donnée par Watson Wyatt (2000) qui a examiné les frais d'un mandat de gestion équilibré dans des actifs nationaux de 100 M\$. Comme l'indique le tableau n° 2, parmi les pays de l'UE, les frais sont les moins élevés en Irlande et aux Pays-Bas, et les plus élevés en France et en Suisse. En Allemagne, les frais sont comparables à ceux du Royaume-Uni, mais ils peuvent passer sous silence des frais cachés (voir ci-dessous). En principe, les frais devraient être liés à l'allocation d'actif, les obligations coûtant le moins cher et les actions internationales le plus. En fait, les frais peu élevés des fonds irlandais et néerlandais suggèrent que le marché national est plus concurrentiel qu'ailleurs, ce qui suffit sans doute pour compenser les coûts élevés. Les coûts élevés aux États-Unis ont été considérés comme résultant de la « clause de la nation non favorisée » et de l'acceptation de payer des frais élevés pour la gestion active confiée à des spécialistes.

Tableau n°2
Frais pour un mandat de gestion équilibré de 100 M\$

	Frais (en points de base)
Irlande	18
Pays-Bas	18
Allemagne	27
Royaume-Uni	27
France	32
Suisse	40
Note : US	46

Source : Watson Wyatt (2000)



Les différences de frais de gestion ne coïncident pas avec les différences nationales de coûts de gestion des fonds en actions, d'après McKinsey (2000) ; ces coûts ont été évalués à 5,7 à 5,8 pb en France, Allemagne, Italie et au Royaume-Uni, 4,6 pb au Benelux et ils sont beaucoup plus faibles avec 3,7 pb en Espagne. Les différences de valeurs des actifs gérés ont tendance à compenser les coûts par gestionnaire de fonds. Ce contraste entre les frais variables et les coûts de gestion généraux suggère là aussi qu'il existe un pouvoir de marché.

Un problème très répandu est celui des frais cachés, comme l'a noté John (1999) dans son résumé de l'enquête de Towers Perrin. Ceci semble aussi susceptible de refléter un pouvoir de marché des vendeurs et une défaillance corrélative de la gouvernance, autrement les acheteurs exigeraient plus de transparence. Dans l'enquête, les gestionnaires d'actifs allemands sont particulièrement critiqués, pour leur pratique de dissimulation des frais de gestion, de transaction, et de droits de garde. Les banques universelles qui dominent la gestion de placement dans ce pays n'individualise pas le coût des prestations ; elles ont réduit les frais de gestion visibles pour écarter la concurrence, tout en maintenant au plus haut les frais cachés. Les clients peuvent « penser qu'ils paient moins de 20 pb pour les services de gestion, mais ils finissent par payer 160 pb, principalement en raison de frais de commissionnement élevés. » Seuls les grands investisseurs internationaux ont été en mesure de négocier des frais plus faibles. La Belgique n'échappe pas non plus à la critique, et seuls les Pays-Bas approchent, pour leurs frais, les niveaux de transparence anglo-saxons.

Manifestement, il existe des variations considérables selon les pays, mais dans bien des cas également, les frais globaux sont supérieurs à ceux observés au Royaume-Uni, et cités dans Davis et Steil (*ibid.*). Il existe aussi davantage d'occasions de conflits d'intérêts lorsque, par exemple, le gestionnaire d'actifs est une filiale de la banque fournissant les prestations de transaction. La croissance des dépositaires universels, ainsi qu'une concurrence accrue dans la gestion d'actifs avec l'UEM, peuvent contribuer à remédier à cette situation.

L'utilisation de la mesure de performance pour les gestionnaires de fonds de pension est beaucoup moins courante en Europe Continentale qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, bien qu'il existe aussi de fortes différences entre les pays. En général, la plupart des fonds en Irlande font appel à un service de mesure ; cette pratique devient aussi la règle en Belgique et aux Pays-Bas. En Suisse, elle commence à se développer, bien que l'essentiel de la mesure de performance soit entrepris par les banques pour leur propre compte. En Allemagne, la mesure de performance est rare pour les fonds de pension

(*Pensionskassen*), mais plus courante pour les sociétés d'investissement en gros (*Spezialfonds*). Dans une large mesure, en Suisse et en Allemagne, c'est la firme gestionnaire d'investissement qui mesure ses propres performances, ce qui lui laisse une marge de falsification (bien qu'on signale que les pratiques se soient améliorées depuis les années 1980). Jusqu'à tout récemment, en Scandinavie, en Autriche, en Italie, au Luxembourg, en Espagne et en France, la mesure de performance était pratiquement inconnue. Même sur un marché aussi important et mûr que le Danemark, les banques utilisent leurs propres déclarations de performance passées à des fins concurrentielles, plutôt que des services indépendants de mesure de performance (Harrison, 1997). L'absence de mesure de performance trouve peut-être son explication dans la composition relativement peu diversifiée des actifs en obligations, qui nécessite moins de mesure de performance que des portefeuilles plus complexes. Les rendements requis sur actifs, tels que 4 % pour les fonds de pension suisses, rendent les performances moins importantes que la maîtrise des risques. En outre, le fonds n'est pas toujours indépendant du commanditaire ; ou comme nous l'avons noté plus haut, il peut y avoir des représentants du gestionnaire au conseil du fonds ; et leur performance est donc moins souvent remise en question.

Les performances en termes de bénéfices des gestionnaires d'actifs du continent européen (comprenant à la fois les activités de détail et de gros) sont récapitulées par McKinsey (2000) dans une enquête sur 33 sociétés de toute l'UE ayant des actifs moyens de 37 Md\$. Comme l'indique le tableau n°3, le bénéfice d'exploitation moyen par rapport aux actifs était de 21 points de base, avec des niveaux beaucoup plus élevés en Italie et en Espagne, et plus faibles au Royaume-Uni et en Allemagne. Les performances relatives reflétaient des différences de recettes nettes (frais de vente bruts et recettes tirées des frais de gestion, moins paiements aux réseaux de commercialisation), et non des performances en termes de coûts, qui étaient assez similaires (bien que ces coûts soient les plus élevés au Royaume-Uni). McKinsey (*ibid.*) notait que les performances en termes de recettes pouvaient varier pour des raisons autres qu'un simple pouvoir de marché, comme notamment les pourcentages d'activités de détail, les actions et la gestion active (qui sont relativement coûteux). Par exemple, le coût moyen des fonds en actions est de 5,1 pb, tandis que les coûts des fonds obligataires sont de 2,6 pb et les fonds monétaires de 1,2 pb. En revanche, les accords de partage de recettes conclus avec les réseaux de distribution, la capacité de réaliser des frais cachés de courtage ou de négociation, ainsi que le manque de transparence, qui sont d'autres explications envisageables, ont une implication en termes de pouvoir de marché.

Tableau n°3
Performances des gestionnaires d'actifs européens
 (en points de base des actifs gérés)

	Bénéfices d'exploitation	Revenus nets	Coûts totaux	Pour mémoire : % des fonds	Pour mémoire : coûts de gestion des fonds en actions (ph)
Benelux	19	32	13	53	4,6
France	19	32	13	40	5,7
Allemagne	9	23	14	31	5,7
Espagne	42	53	11	74	3,7
Italie	35	48	13	94	5,8
Royaume-Uni	11	28	17	21	5,8

Source : McKinsey (2000)

Pour résumer, les facteurs contestables ou concurrentiels clefs qui sont présents aux États-Unis et au Royaume-Uni sont faibles ou absents dans la plupart des pays d'Europe Continentale. Ceci n'a pas seulement conforté les positions relatives sur le marché de la gestion d'actifs de pension, mais a aussi conduit à une rentabilité excessive. Par exemple :

- il existe beaucoup moins de nouveaux entrants, même au niveau des niches ;
- les relations sont beaucoup plus importantes, surtout lorsqu'une firme industrielle a des relations avec un conglomérat financier ou une « banque de relations » dans tous les domaines (puisque'il n'y a souvent pas de fidéicommissaires indépendants) ;
- il existe moins d'évaluation de la performance et/ou elle est moins poussée ;
- les rendements requis sur actifs font que les performances ont encore moins d'importance, en contrepartie la maîtrise des risques, domaine d'expertise des compagnies d'assurance, est mis en avant ;
- le pouvoir de négociation des gestionnaires de fonds est plus grand, compte tenu de l'absence d'alternatives locales,³ ainsi que de leur taille absolue (par exemple les banques universelles et les assureurs-vie) ;
- et les barrières réglementaires (en particulier avant l'UEM) ont sans doute bloqué les nouveaux entrants, que ce soit directement ou en empêchant les fonds de pension d'investir sur les marchés des valeurs mobilières, où les entrants potentiels ont un avantage comparatif.

En outre, le savoir-faire dans les placements traditionnels - obligations nationales - des fonds européens est plus limité que dans les placements en actions et/ou en titres internationaux, dans lesquels plusieurs firmes internationales sont prêtes à s'engager. En ce sens, ce sont les restrictions liées au portefeuille, et pas seulement les restrictions

à la pénétration des étrangers sur le marché, qui sont les barrières à la concurrence. Les Directives de l'UEM et de l'UE suppriment cet avantage historique, comme nous l'expliquerons plus bas.

En ce qui concerne les paradigmes de l'organisation industrielle, nous suggérons que les secteurs de la gestion d'actifs en gros en Europe Continentale sont des oligopoles, en partie comme conséquence de facteurs réglementaires, comme on l'a fait remarquer ci-dessus, mais aussi à cause de barrières structurelles à l'entrée entraînant des coûts irrécupérables significatifs (par exemple, en raison de relations de clientèle étroites). Ceci suggère qu'il existe des défaillances dans la gouvernance qui impliquent que la gestion d'actifs ne se fait plus dans l'intérêt des membres, défaillances elles-mêmes liées au pouvoir de marché. Cette position dominante signifie que les entreprises concernées réalisent des profits plus élevés que sur un marché concurrentiel. Il serait intéressant de voir pendant combien de temps les commanditaires des fonds de pension d'une part, et les consommateurs de l'autre, se satisferont de telles structures, compte tenu du déficit de performances. Certains mouvements ont déjà commencé à faire évoluer la situation du marché de la gestion d'actifs en gros en Europe Continentale, surtout à la lumière de l'UEM (voir la cinquième partie).

STRUCTURE, COMPORTEMENT ET PERFORMANCE DE LA GESTION D'ACTIFS DE DÉTAIL EN EUROPE

13

Bien que l'essentiel de la gestion privée des retraites dans l'UE se fasse en gros, la croissance des pensions personnelles entraîne qu'il faille également prendre en considération le secteur de détail, et ne pas méconnaître l'épargne de précaution liée aux incertitudes relatives aux prestations futures de la Sécurité sociale. Les sociétés d'investissement et les compagnies d'assurance-vie sont les secteurs concernés.

Nous aborderons d'abord les sociétés d'investissement (les OPCVM, *mutual funds*), qui sont largement utilisées comme véhicule d'investissement pour les fonds de pensions, ainsi que comme véhicules d'accumulation de pensions individuelles dans certains pays tels que la Suède et l'Allemagne. Les actifs des fonds communs de placement en Europe correspondent à environ 3 500 Md\$, soit plus de 30 % du total général (voir tableau n°1). La France et le Luxembourg ont les marchés les plus importants, suivis de l'Italie. C'est en raison de son statut de paradis fiscal que le Luxembourg s'est développé comme centre principal des sociétés européennes de fonds communs de placement, la plupart des entrées de trésorerie des fonds de placement provenant de l'étranger (surtout d'Allemagne et de Belgique). La répartition entre les différents types de fonds diffère considérablement selon les pays de l'UE : les fonds



en actions dominant au Royaume-Uni, mais sont moins importants ailleurs, bien que le poids des actions soit croissant. Le marché français comprend un vaste secteur de fonds monétaires (historiquement pour des raisons fiscales), tandis qu'en Italie, ce sont les fonds obligataires qui sont prépondérants, ce qui reflète les préférences des investisseurs et le moindre développement qu'ailleurs des marchés d'actions.

Dans le secteur du détail en Europe Continentale, l'absence d'un réseau de distributeurs indépendants⁴ crée une barrière à l'entrée ; en général, les établissements financiers ne proposent que leurs propres produits, et traditionnellement leurs clients ne sont guère aventureux. En Allemagne et en France, les cinq principales banques ont des parts de marché de 60 % ou plus, et les banques dans leur ensemble ont des parts respectives de 80 % et 70 % ; le reste est principalement représenté par les compagnies d'assurance-vie nationales. 90 % des ventes de tous les fonds communs de placement en France et aux Pays-Bas, et 95 % en Allemagne, sont opérées par les banques et les assureurs. La densité du réseau d'agences bancaires, combinée dans la plupart des pays à l'absence d'autres canaux de distribution tels que les conseillers financiers britanniques, freine la pénétration sur le marché intérieur de détail. Il n'y a qu'en Italie, en dehors du Royaume-Uni, que les conseillers indépendants jouent un rôle important (ils représentent environ 50 % des ventes, les 50 % restants passant par les agences bancaires). La Suède fait exception à la règle, puisque l'État traite directement en tant que monopsonne avec les gestionnaires de patrimoine en distribuant les fonds de la partie préfinancée obligatoire des pensions publiques. Ceci garantit des frais très faibles.

Les grandes banques et compagnies d'assurance, même si elles sont disposées à vendre des produits de plus petits gestionnaires de fonds étrangers, peuvent refuser - pour des motifs défensifs - de vendre les produits de grandes sociétés ou de sociétés mondiales. D'autre part, les plus petites banques, qui n'ont pas leurs propres filiales de gestion d'actifs, se révèlent de plus en plus disposées à vendre des produits étrangers. Il faut signaler que Fidelity et d'autres sociétés américaines ont pénétré le marché allemand en partie *via* la vente directe, mais aussi *via* la vente par les petites caisses d'épargne locales (Sparkassen) ; Schroders vend ses produits en Italie au travers des banques régionales. Fidelity s'est lancé dans la vente directe en Allemagne, en faisant appel à des Allemands travaillant au Royaume-Uni comme télévendeurs.

La Directive OPCVM de 1985, qui a frayé la voie à la commercialisation transfrontalière des fonds de placement agréés dans un État membre, a constitué un facteur important pour la libéralisation du secteur des fonds d'investissement dans l'UE. Dans la Directive OPCVM, des règles générales sont fixées pour les investissements et les ventes des

fonds de placement. Le pays d'origine est chargé de définir les exigences réglementaires pour la gestion et la certification du fonds, tandis que les règles sur la divulgation des informations et les pratiques de vente sont du ressort du pays d'accueil. 90 % des actifs des fonds communs de placement doivent être investis dans des sociétés cotées en Bourse : le fonds ne peut pas détenir plus de 5 % des titres d'une même société, et il existe des limites fixées aux emprunts. Les fonds immobiliers, les fonds spécialisés dans les marchandises et les fonds monétaires sont exclus de la Directive. Il reste encore des problèmes à résoudre avec les OPCVM, notamment l'obligation de publier les notices et autres informations dans la langue nationale, le protectionnisme contre les gestionnaires étrangers en raison d'une réglementation des opérations de commercialisation fondée sur le droit du pays hôte, ainsi que l'exclusion des fonds de fonds (c'est-à-dire des fonds de placement qui investissent uniquement dans d'autres fonds) et de certains fonds de trésorerie et de capital-risque. Ces points seront abordés dans une nouvelle Directive, comme on le verra dans la cinquième partie.

En dépit de la Directive OPCVM, les réglementations nationales sur les produits en Europe Continentale ont souvent un effet protectionniste. Le nouveau produit de pension allemand désigné par *Altersvorsorge Sondervermögen*,⁵ par exemple, présenté en 1998, se limite à l'investissement dans des fonds de placement dont les gestionnaires sont établis en Allemagne. La France impose une restriction similaire à son Plan d'épargne en actions (Eaglesham, 1998). Les nouvelles « pensions Riester » allemandes, pour pouvoir bénéficier de subventions publiques, doivent revêtir une forme qu'aucun produit d'assurance-vie ou OPCVM traditionnel ne pourrait revêtir sans des ajustements significatifs. Chaque fournisseur de produits pan-européens doit donc mettre en place une variante particulière pour l'Allemagne (Heinemann et Jopp, 2002).

Comme *The Economist* (1997) l'a souligné, une barrière plus infranchissable peut être d'une part l'aversion au risque pour les actions, comme nous l'avons indiqué dans la section ci-dessus, et d'autre part, du moins historiquement, un manque d'intérêt pour les performances relatives. Tandis qu'un gestionnaire de fonds institutionnel en Europe peut s'attendre à une augmentation de 3 % de son chiffre d'affaires si les performances sont améliorées de 10 points de base, pour les clients du secteur de détail, on ne peut s'attendre qu'à 1 % de clients supplémentaires (voir aussi Moon *et al.*, 1998). Conséquence de cette situation, les gestionnaires étrangers ont une part plutôt minime des marchés européens. D'après Moon *et al.* (1998), ils ne représentaient que 4 % en Allemagne et 1 % en France, bien qu'ils se soient emparés de 19 % du marché en Italie. Des chiffres plus récents cités dans Heinemann et Jopp



(2002) suggèrent que la part des étrangers est généralement inférieure à 10 %.

D'autre part, les données économiques globales et les coûts de ces secteurs ne sont pas différents de ceux des États-Unis et du Royaume-Uni. Dermine et Röller (1992) ont notamment constaté des résultats similaires en matière d'économies d'échelle et d'envergure pour les OPCVM français et américains : ces économies d'échelle étaient mise en évidence pour des fonds de petite ou de moyenne taille, mais pas pour les fonds de grande taille. Heinemann et Jopp (2002) font remarquer que la taille moyenne des fonds de l'UE est faible en raison de leur segmentation (176 M€ contre 910 M€ aux États-Unis), ce qui débouche sur un gaspillage en termes de coûts moyens plus élevés. McKinsey (2000) signale que même les grandes sociétés de gestion d'actifs de l'UE ne profitent pas des économies d'échelle sur le marché du détail (puisque les coûts fixes atteignent 80 % du total), ce qui révèle des inefficacités durables résultant du pouvoir de marché.

Comme nous l'avons indiqué, ces fonds communs de placement ont tendance à vendre par le biais des réseaux bancaires qui proposaient - du moins jusqu'à tout récemment - uniquement leurs propres fonds. Réflétant une concurrence imparfaite, les frais des fonds communs de placement d'Europe Continentale (sauf dans le cas suédois) sont plus élevés que ceux des États-Unis et du Royaume-Uni, et restent encore plus exposés aux frais cachés évoqués ci-dessus à propos des fonds en gros.

Là aussi, la concurrence transfrontalière commence à se développer, entravée par les problèmes de commercialisation. Broby (1997) définit certains critères pour une pénétration réussie des marchés de détail d'Europe Continentale. Ces critères relèvent de la qualité de la raison sociale de la société mère et de sa notoriété dans le pays pénétré (qui peut bien entendu être accrue par la publicité) ; des performances antérieures du fonds, ajustées par rapport aux risques, en termes de devise locale (les fonds américains et britanniques obtiennent souvent un avantage significatif) ; un risque et une volatilité adaptés aux préférences locales ; un choix de placements soigneusement expliqué (par exemple, les avantages de la diversification internationale) ; un soutien financier et une sécurité des actifs dans le cas de ventes transfrontalières du fonds ; une structure de prix concurrentielle dans le pays en question ; un système de transactions efficace et convivial ; et plus généralement une prestation complète. Manifestement, la connaissance du contexte local est cruciale sur bon nombre de ces points. Une documentation en langue locale sur les produits apporte des avantages considérables, ce dont, de manière surprenante, les fonds ne profitent pas toujours. Walter (1999) estime qu'un ciblage de segments de clientèle spécifiques et de meilleurs

produits que ceux proposés par les prestataires traditionnels sont cruciaux pour une concurrence transfrontalière efficace.

L'assurance-vie doit aussi être prise en considération dans le contexte des fonds de pension privés, puisque les assureurs-vie ont tendance à être les principaux vendeurs de produits de pension individuels, et aussi fournisseurs de rentes viagères pour les pensions à cotisations définies. Plus généralement, les produits d'assurance-vie constituent une forme d'épargne essentielle qui peut être utilisée pour garantir la sécurité au moment de la retraite, compte tenu de l'inquiétude que suscitent les régimes publics de retraite (bien que la protection du revenu et du niveau de vie soient aussi des déterminants clefs de la demande d'assurance-vie). En l'an 2000, l'activité « vie » a progressé de 17 % en Europe, et de 10 % par an entre 1990 et 1999 (Swiss Re, 2001). Le tableau n°4 montre les volumes des primes dans les pays de l'UE, soulignant la marge de croissance potentielle considérable en Europe Continentale si cette dernière devait rattraper le ratio primes/PIB britannique.

Tableau n°4
Les primes d'assurance-vie dans l'UE (2000)

	Dollars US	Dollars US par habitant	Pour cent du PIB	Pour mémoire : part des 5 plus grandes entreprises (1998)
Belgique	12 963	1 254	5,7	55
Danemark	6 527	1 223	4,0	77
Allemagne	56 257	683	3,0	32
Grèce	1 254	119	1,1	69
Espagne	21 905	556	3,9	46
France	84 761	1 437	6,6	46
Irlande	13 030	1 888	7,5	63
Italie	36 679	638	3,4	54
Luxembourg	4 664	540	1,3	nd
Pays-Bas	21 596	1 357	5,9	58
Autriche	4 965	607	2,6	51
Portugal	3 544	354	3,4	49
Finlande	9 030	1 744	7,4	99
Suède	13 500	1 521	5,9	70
Royaume-Uni	179 742	3 029	12,7	29

Source : Swiss Re (2001), CEA

La structure du marché est concentrée dans la plupart des pays de l'UE : seuls l'Allemagne et le Royaume-Uni ont un taux de concentration des 5 principales sociétés nettement inférieur à 50 % (voir tableau n° 4). Comme pour les sociétés d'investissement, le degré de concurrence transfrontalière est minime en raison des préférences des

consommateurs et des barrières fiscales (telles que, par exemple, le fait que seuls les contrats conclus avec des sociétés nationales bénéficient d'avantages fiscaux). Les barrières réglementaires aux ventes transfrontalières ont été levées par la troisième Directive sur l'assurance-vie, mais les réglementations des pays hôtes peuvent toujours différer en vertu de ce qu'on désigne par le « principe d'intérêt général », ce qui débouche sur de véritables barrières à l'entrée. Swiss Re (2000), par exemple, montre que l'activité transfrontalière en assurance-vie représente 0,7 % du total des primes « vie » pour les sociétés belges, 0,2 % en Allemagne et 0,1 % en France et en Italie. Seuls les centres « offshore » d'Irlande (28 %) et du Luxembourg (94 %) affichent des chiffres beaucoup plus élevés.

Une concentration élevée et une faible concurrence transfrontalière sont des indicateurs *a priori* de la capacité potentielle de fixer des prix élevés aux dépens des consommateurs. Tandis que certains des mêmes réseaux de distributions que ceux évoqués plus haut pour les fonds communs de placement sont utilisés, il faut aussi souligner l'énorme importance des réseaux de distribution liés qui ne vendront uniquement que les produits d'une même firme. Le degré de concurrence en prix est difficile à mesurer, mais dans la plupart des pays, il est marginal.

En fait, comme l'a noté Davis (2002b), les réglementations sur les prix s'appliquent aux produits « vie » tels que les rentes viagères dans un certain nombre de pays de l'UE, où les montants des rentes viagères sont fixés en vertu des directives de surveillance sur la base de « taux techniques », le taux garanti étant égal à seulement 60 % du rendement des obligations d'État et rarement modifié (Blake et Hudson, 2000) ; tout ce qui dépasse ce taux est payé sous la forme d'une réévaluation des rentes initiales. Ceci est le cas par exemple en Belgique, en France, en Allemagne et en Italie, tandis qu'en France le taux garanti ne peut également pas dépasser 3,5 % (Cardinale *et al.*, 2002). Les Pays-Bas autorisent les assureurs à proposer des taux garantis plus élevés pour 15 ans, avant d'en revenir au taux garanti. Outre la « protection du consommateur », ce système apporte une marge de sécurité et de prudence, qui a bien entendu un coût en termes d'incitations plus faibles à maximiser les rendements. La concurrence peut être limitée aux aspects de second ordre tels que les dépenses.

Une innovation majeure dans le secteur de l'assurance-vie est ce qu'on désigne par la bancassurance : les compagnies d'assurance contrôlées par des banques, ou les filiales de banques (Swiss Re, 1998). Les fusions sont essentiellement motivées par la quête d'économies d'échelle et d'envergure, avec un meilleur accès au capital et aux ressources humaines. Certains de ces avantages peuvent aussi être obtenus en fusionnant au sein d'une société *holding*, et dans une moindre mesure au sein d'une



joint venture dans laquelle une banque fait office d'intermédiaire pour les produits d'assurance. Dans la mesure où les fusions sont transfrontalières, elles ont accru l'intégration et la concurrence potentielle. Alors qu'en 1993, 12 % des primes « vie » en Europe étaient souscrites par des sociétés sous contrôle étranger, en 1999, elles atteignaient 21 %.

En dépit des bonnes performances de l'an 2000, la croissance de l'assurance-vie a eu tendance au cours de ces dernières années à être plus faible de celle des fonds de pension et des sociétés d'investissement, ce qui reflète peut-être la déception des consommateurs face aux faibles rendements, en dépit des avantages fiscaux et du moindre risque de perte sur les produits d'assurance traditionnels (par rapport aux sociétés d'investissement). Par conséquent, les pressions en vue d'accroître les rendements généraux (y compris par des frais moins élevés) vont sans doute augmenter.

En résumé, comme pour la gestion en gros, la gestion de détail dans la plupart des pays d'Europe Continentale est un oligopole qui résulte en partie de la réglementation historique, mais aussi de barrières structurelles à l'entrée empêchant une baisse de coûts significative, notamment par le contrôle des canaux de distribution. Puisqu'elles dominent le marché, les sociétés concernées réalisent des bénéfices plus élevés que ce qui serait le cas sur un marché libre. L'UEM peut ébranler ces oligopoles, mais le processus risque fort d'être très lent.

PERSPECTIVES D'AVENIR :

L'UEM ET LE SECTEUR DES FONDS DE PENSION PRIVÉS

La gestion des actifs de retraite en Europe Continentale va subir des pressions fortes en raison du vieillissement de la population dans un contexte de régimes de retraite par répartition généraux (voir Davis, 1999). Des évolutions interviennent déjà au niveau de la structure de la gestion d'actifs en raison de la déréglementation : elles seront encore accélérées par la Directive fonds de pension et une Directive OPCVM amendée. L'Union monétaire européenne (UEM) va tenter de promouvoir par un certain nombre de moyens la croissance des fonds de pension. Certaines évolutions autonomes sont aussi probables.

La Commission européenne avait élaboré au milieu des années 1990 une Directive fonds de pension, mais celle-ci a finalement été abandonnée en raison de divergences inconciliables sur la libéralisation souhaitable des investissements internationaux (voir Davis, 1996). La Commission européenne lance actuellement une nouvelle Directive sur les fonds de pension professionnels, avec un principe de gestion prudente du portefeuille et la reconnaissance mutuelle des systèmes de surveillance (un agrément unique pour les fonds de pensions), ce qui



permet une prestation de services et une adhésion transfrontalières. Les règles de provisionnement peuvent encore varier d'un pays à l'autre. Par ailleurs, on tente aussi de progresser en supprimant les obstacles à la mobilité du travail tels que les *vesting rules*⁶ et la bonne coordination des systèmes fiscaux en matière de pensions (en abolissant la discrimination fiscale sur les produits de retraite et d'assurance-vie proposés de part et d'autre des frontières). Une question clef subsiste, notamment pour les firmes multinationales, celles des divergences fiscales qui empêchent la création de fonds de pension pan-européens.

En outre, la législation OPCVM est actuellement améliorée par de nouveaux amendements datant de 2002. Ceux-ci élargissent les possibilités d'investissement des fonds à l'utilisation d'instruments dérivés et l'autorisation de « fonds de fonds », de fonds monétaires, d'OPCVM de trésorerie et des organismes de placements collectifs indiciels (OPCI). Il existe une notice simplifiée qui facilite les ventes transfrontalières, ainsi qu'une plus large gamme d'activités autorisées pour le gestionnaire d'actifs (permettant à la société d'utiliser un « passeport » et pas simplement des produits).

Le contexte de l'UEM accroît la nécessité de réformer les systèmes de retraite publics, en stimulant la demande future pour les produits de fonds de pension privés. Ceci rejoint la coordination budgétaire dans l'UEM : dans le contexte du Pacte de stabilité et de croissance en vigueur, les gouvernements ont beaucoup moins de marges de manœuvre pour creuser des déficits destinés à amortir les hausses d'impôts futures nécessaires, lorsque le vieillissement deviendra un lourd fardeau pour la Sécurité sociale. Ceci est le cas, même si de tels déficits sont voulus dans le cadre d'une stratégie de réforme visant à répartir entre les générations le fardeau de la transition vers la capitalisation⁷. Pour éviter de brutales hausses d'impôts, les gouvernements vont essayer de s'acquitter de leurs obligations envers la Sécurité sociale et de passer plus rapidement aux fonds de pension. En outre, en raison de ce qu'on désigne par la « clause de non-renflouement » dans le Traité de Maastricht⁸, les marchés financiers, en général, et les agences de notation, en particulier, mettent de plus en plus l'accent sur les obligations générales des États, dont les dettes découlant des régimes de retraite forment la part essentielle (De Ryck, 1997).

Dans ce contexte, Swiss Re (1998) souligne que si les États devaient maintenir leurs cotisations de Sécurité sociale à un taux constant, et si le public finançait uniquement avec l'assurance-vie le « trou » du financement des prestations actuelles de répartition, le rapport des primes au PIB ferait plus que tripler en Italie et en Allemagne, doubler en France, mais resterait relativement stable au Royaume-Uni. Bien entendu, les fonds de pension eux-mêmes, ou les fonds d'investissement, peuvent

aussi combler le trou, mais Swiss Re pense que les taux de croissance requis pour que l'assurance-vie puisse le financer se situent dans la tendance historique, et sont donc réalisables.

Par ailleurs, les entreprises allemandes qui provisionnent les pensions au passif de leur bilan se sont empressées de les provisionner à 100 %. Ceci reflète l'évolution en cours vers une comptabilité en valeur de marché qui rendra ces dettes explicites, ainsi que l'impact de ces dettes sur la notation des entreprises, cette notation devenant cruciale pour le coût du capital sur les marchés de fonds propres de l'UEM. La récente réforme fiscale permet de transférer plus facilement les actifs et les dettes de retraite dans des fonds de pension capitalisés autonomes.

Le contexte macroéconomique et financier de l'UEM favorise aussi la croissance des fonds de pension. Puisque l'intégration monétaire se traduit par une inflation durablement plus faible, du moins dans certains pays, il sera plus simple pour les fonds de pensions à prestations définies de financer l'indexation sur l'inflation, tandis que les prestations de retraite résultant des fonds à cotisations définies conserveront ainsi plus facilement leur pouvoir d'achat (Dickinson, 1992). L'intégration financière rend également la capitalisation plus attrayante, en permettant d'atteindre un meilleur arbitrage entre risque et rendement. L'un des aspects à relever est la gamme plus vaste d'instruments disponibles, résultant par exemple d'une plus grande disponibilité des actions privées, des obligations et des prêts titrisés, et, en particulier, de ces derniers dans un contexte de raréfaction des titres de dette publique. Une liquidité accrue et des coûts de transaction plus faibles résultant de l'intégration des marchés dans l'UEM renforcent les avantages comparatifs de ces institutions par rapport à l'intermédiation bancaire. En temps utiles, sur des marchés de titres plus profonds, on pourra observer des innovations financières adaptées aux besoins de ces institutions. Ces innovations pourraient inclure des instruments actuellement indisponibles tels que des obligations à rendements indexés sur les bénéfices moyens, qui pourraient être utiles aux assureurs-vie et aux fonds de pensions pour adosser les actifs aux passifs.

Indépendamment de la Directive fonds de pension, les réglementations limitant les investissements internationaux ont cessé d'opérer dans le contexte de la zone euro, ce qui provoque une corrélation accrue entre les marchés nationaux débouchant sur des investissements sectoriels dans toute la zone euro⁹. Outre le fait qu'elle gomme les effets des préférences nationales et diversifie les portefeuilles dans toute la zone euro, une approche sectorielle nécessite une restructuration importante des portefeuilles : à titre d'exemple, les actions du secteur industriel représentent 45 % du marché allemand et 11 % du marché espagnol.

En partie à cause des facteurs évoqués plus haut, l'UEM débouche sur



une concurrence accrue entre les gestionnaires d'actifs qui monopolisaient jadis les marchés nationaux, les gestionnaires qui ont une compétence pan-européenne partant avec un avantage décisif. En fait, Mercer (2001) signale que le nombre de mandats de gestion sur les actions nationales a baissé de 60 % sur la période 1999-2001, et les mandats sur les obligations nationales de 92 %. Puisque les gestionnaires d'actifs se concurrencent de plus en plus sur l'ensemble des placements de la zone euro, l'éventail de comparaison de leurs performances s'élargit également et consolide ainsi les forces concurrentielles. L'activité transfrontalière reflète ce phénomène. Mercer (2000) fait remarquer par exemple qu'en 1999-2000, quarante et un des plus grands gestionnaires d'actifs européens exerçaient dans cinq pays ou plus, tandis qu'en 1996, leur nombre n'était que de dix-sept. Les sociétés internationales, y compris celles opérant hors de l'UE, sont elles-mêmes de plus en plus concurrentielles sur un tel marché (les trois plus grandes sociétés internationales sont suisses et américaines).

Outre qu'elle favorise les bénéficiaires, la concurrence devrait provoquer une baisse des frais élevés et des frais cachés mentionnés dans la troisième partie. L'un des facteurs faisant pression sur les coûts est l'engouement pour l'indexation, les fonds de pensions européens indexés ayant augmenté de 28 % en 1998, et plus encore après l'UEM. Les gestionnaires passifs semblent profiter de l'absence d'une culture actionnariale bien ancrée. Dans l'UEM, les gestionnaires actifs ont du mal à faire concurrence aux gestionnaires indexés, puisque les investissements transfrontaliers portent majoritairement sur les 200 principales actions de l'UEM, et qu'il est plus difficile de trouver des actions sous-cotées parmi ces géants que parmi de plus petites sociétés. Le rayon d'action de la gestion active diminue également avec la disparition du risque de change dans l'UEM (Beckers, 1999).

Dans leurs activités traditionnelles dans le cadre de l'UEM, les banques en Europe doivent faire face à des défis qui les conduisent à développer leurs activités de gestion d'actifs pour conserver leur rentabilité. Ceci laisse présager une forte stimulation pour des évolutions dans l'industrie de la gestion d'actifs. La suppression des commissions sur les transactions en devises dans la zone euro est un premier signe. L'inflation plus faible dans certains pays, imputable à l'intégration monétaire, a réduit les marges de taux d'intérêt¹⁰, en raison de la suppression de ce qu'on désigne par un « effet d'aubaine » qui permettait aux intermédiaires financiers de prélever des profits en ne rémunérant pas les dépôts à vue dans un contexte de taux d'inflation positifs. En outre, tandis que l'intégration financière se poursuit, la concurrence entre les banques sur les activités de dépôts et de prêts en gros a aussi tendance à s'exacerber. L'UEM offre par exemple aux firmes multinationales l'occasion de



consolider leurs opérations de trésorerie qui étaient auparavant dispersées sur différentes zones monétaires (White, 1998). Par ailleurs, la transparence induite par la monnaie unique permet également aux clients des banques en général de comparer les taux et les frais plus rapidement par-delà les frontières, menaçant ainsi les liens traditionnels de la banque de relations. À plus long terme, les marchés bancaires de détail, isolés auparavant sur le plan national, et sur lesquels la concurrence intérieure s'intensifie déjà, peuvent aussi être exposés à une concurrence transfrontalière accrue dans un régime de monnaie unique.

Les perspectives de désintermédiation des activités bancaires traditionnelles s'élargissent, comme le montre la croissance rapide d'émissions d'obligations par les entreprises de l'Union européenne depuis 1999. En émettant des obligations, les firmes échappent au « coût et au manque relatif de souplesse des clauses restrictives des prêts bancaires » (Bishop, 1999). Les firmes de qualité inférieure sont aussi en mesure d'obtenir un financement obligataire, car le marché des obligations à haut rendement continue de se développer. Les marchés monétaires intégrés créés par l'UEM facilitent l'utilisation de billets de trésorerie par les sociétés pour se financer à court terme, des opérations de pension (*repos*) ainsi que des billets de trésorerie comme instruments de placements liquides alternatifs aux dépôts bancaires.

Pour toutes ces raisons, les banques universelles d'Europe Continentale concentrent leurs efforts sur la gestion d'actifs et sur les autres services d'investissement bancaires sous l'impulsion de l'UEM, pour préserver leur rentabilité et exploiter leurs avantages commerciaux. Ceci est particulièrement frappant dans des pays tels que l'Allemagne, où les principales banques commerciales s'efforcent de réorienter leurs activités vers la banque d'investissement dans le but de réduire, voire même de supprimer, leurs prestations traditionnelles de services bancaires à destination des particuliers et des entreprises, qui sont relativement peu rentables (plus récemment, certaines banques cherchaient à vendre ou à réduire leurs activités de gestion d'actifs, mais cette tendance cyclique n'est pas forcément contradictoire avec la tendance structurelle plus générale - voir Gimbel, 2002).

L'idée maîtresse de ce qui précède est que l'activité bancaire s'estompera dans la zone euro au profit d'un financement accru sur les marchés de titres, et d'un développement des investissements institutionnels. Dans ce contexte, la croissance phénoménale des émissions obligataires depuis l'UEM montre que la mobiliérisation se développe beaucoup plus rapidement qu'on ne l'avait pensé auparavant. Du reste, Pragma Consulting (1999) prévoit que les actifs de retraite en Europe vont augmenter de 2 à 5 Md\$ par an sur les dix prochaines années.



On peut également s'attendre à certaines évolutions autonomes. Les pays européens mettent en place des équipes professionnelles de gestionnaires d'actifs et d'analystes qui, en contribuant à la compréhension des marchés financiers, des risques et des rendements, tendent à intensifier la concurrence. La Fédération européenne des sociétés d'analystes financiers a commencé à mettre en place un examen européen unique des compétences en gestion de fonds. Un renforcement de la mesure de performance, une évolution vers les actions et/ou les placements internationaux et l'utilisation d'instruments dérivés, renforcent la concurrence. La tendance vers les acquisitions transfrontalières de gestionnaires de fonds (notamment de gestionnaires britanniques par les banques allemandes et suisses) facilite déjà la consolidation au niveau européen, bien que la motivation de telles fusions reflète peut-être en partie un souhait de consolider des positions internes déjà bien établies.

Les fonds de pension d'Europe Continentale sont souvent disposés à investir dans des parts de fonds communs de placement (en utilisant leur pouvoir de négociation pour réduire les frais), affaiblissant ainsi la distinction nette entre les secteurs de détail et de gros. En outre, on constate un vif intérêt pour les fonds passifs ou indexés pour des raisons de coûts, où les gestionnaires étrangers ont généralement un net avantage. D'après Broby (1997), l'indexation est utilisée par 15 % des fonds de pension de l'Union européenne. Wells Fargo Nikko a attiré 6 Md\$ de fonds vers les Pays-Bas malgré une concurrence locale exacerbée. L'utilisation d'instruments dérivés, surtout en couverture des risques, progresse ; en 1995, la société WM déclarait qu'un tiers des 1 455 fonds de pensions européens qu'elle surveillait utilisaient les marchés dérivés (bien que la plupart d'entre eux soient établis au Royaume-Uni). Corrélativement, on constate un intérêt accru pour ce qu'on appelle le *middle office*, qui s'efforce de surveiller le risque de placement.

Pour conclure, nous avons montré que le secteur des fonds de pension d'Europe Continentale est relativement étroit, et jusqu'à maintenant, oligopolistique et segmenté sur un plan national. Ceci a eu tendance à déboucher sur des prix plus élevés et des rendements plus faibles que ceux qui pourraient être obtenus autrement. Au moment où nous écrivons, les différences réglementaires, fiscales et liées à la demande sont en train de freiner l'émergence d'un marché pan-européen de la gestion d'actifs, en dépit de trois années d'UEM (voir CEPS, 2002 ;



Heinemann et Jopp, 2002). Néanmoins, des pressions futures sont susceptibles d'instaurer une plus grande concurrence dans la gestion d'actifs, notamment sur le plan transfrontalier. Ces pressions comprennent non seulement les évolutions de l'UEM elle-même, mais aussi les effets indirects exercés par les banques, les directives de l'UE et les perspectives futures de réforme des régimes de retraite. Un thème de recherche future suggéré par ce travail est la « gouvernance » de la gestion d'actifs des fonds de pension (qui prend les décisions ? comment sont-elles prises ? quelles sont les règles sur la transparence et les commissionnements...). Bien que les pressions concurrentielles décrites dans la cinquième partie puissent certainement réduire les malversations dans la gestion d'actifs au détriment des intérêts des adhérents aux fonds, des changements de lois peuvent aussi s'avérer nécessaires dans certains pays.

NOTES

1. En fait, Intersec prévoit une croissance annuelle des actifs de retraite d'environ 14 % dans l'Union européenne au cours des années à venir.
2. Franks et Mayer (1989) mettent en doute qu'il soit nécessaire d'imposer des exigences de fonds propres aux gestionnaires d'actifs, suggérant qu'elles forment une barrière inappropriée à l'entrée du marché, et que la protection des consommateurs serait mieux assurée par des règles de bonne conduite des affaires (dont certaines sont également imposées en vertu de la DSI).
3. Ceci incite bien sûr à poser la question suivante : pourquoi les gestionnaires étrangers ne sont-ils pas perçus comme des alternatives envisageables ?
4. Les distributeurs indépendants représentent 5 % des ventes en France et 15 % en Allemagne.
5. Il s'agit fondamentalement d'un fonds équilibré dont les pourcentages d'actions sont compris entre 21 et 75 %, avec des limites de 30 % d'actifs étrangers, et interdiction d'utiliser des instruments dérivés. Aucun avantage fiscal n'est accordé.
6. Les *vesting rules* organisent un délai de carence pendant lequel les salariés n'obtiennent aucun droit à pension s'ils quittent l'entreprise avant l'expiration du délai ; passé ce délai, s'ils sont dans l'entreprise, ils bénéficient des droits accumulés sur l'ensemble de leur durée de présence (NdT).
7. Notons que les réformes qui cherchent à redistribuer entre les générations les coûts de transition de la répartition vers la capitalisation peuvent en principe reposer sur d'importants déficits et endettement publics. Le financement exclusif par l'impôt laisse la totalité du fardeau sur la génération actuelle de la population active. Voir Holzmann (1997).
8. Les autorités monétaires et les autres autorités budgétaires n'ont pas le droit de venir en aide à un pays en crise budgétaire, d'après le Traité.
9. Beckers (1999) a montré que cette corrélation croissante était une tendance déjà observée avant même l'UEM.
10. La marge est la différence entre le taux débiteur moyen et le taux créditeur moyen.

BIBLIOGRAPHIE

- BECKERS S. (1999), « Investment implications of a single European capital market », *Journal of Portfolio Management*, Spring, 9-17.
- BISHOP G. (1999), « The euro's fourth quarter; completing a successful first year in the bond market », N° 7 of a series « Delivering the benefits of EMU », Schroder Salomon Smith Barney, London.
- BLAKE D. and HUDSON R. (2000), « Improving security and flexibility in retirement ; full technical report », *Retirement Income Working Party*, London.
- BRITISH INVISIBLES (1997), « City business series 1997 - fund management », *British Invisibles*, London.
- BROBY D. (1997), « The changing face of European fund management », *Financial Times Financial Publishing*.
- CARDINALE M., FINDLATER A. and ORSZAG M. (2002), « Paying out pensions; a review of international annuities markets », Research Report 2002-RU07, Watson Wyatt, Reigate.
- CEPS (2002), « Obstacles to Pan-European asset management », Report of a Task Force, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- DAVIS E. P. (1995), *Pension funds, retirement-income security and capital markets - an international perspective*, Oxford University Press.
- DAVIS E. P. (1996), « Pension Fund Investments », in B. Steil *et al.* *The European Equity Markets, the State of the Union and an Agenda for the Millennium*, The Royal Institute of International Affairs, London.
- DAVIS E. P. (1997), « Population aging and retirement income provision in the European Union », in Ed. B Bosworth and G Burtless, *Aging societies, the global dimension*, Brookings Institution Press, Washington DC.
- DAVIS E. P. (2002a), « Prudent person rules or quantitative restrictions ? The regulation of long term institutional investors' portfolios », *Journal of Pensions Economics and Finance*, 1, 157-191.
- DAVIS E. P. (2002b), « Issues in the regulation of annuities markets », CERP *Working paper* N° 26/02, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, Turin.
- DERMINE J. and ROLLER L. H. (1992), « Economies of scale and scope in French mutual funds », *Journal of Financial Intermediation*, 2, 83-93.
- DE RYCK K. (1997), « EMU and pension funds », European Federation for Retirement Provision, Brussels.
- DICKINSON G. M. (1992), « Prospects for the ECU and the impact of EMU on private pensions », in ed. J Mortensen, *The future of pensions in the European Community*, published by Brasseys for the Centre for European Policy Studies.
- ECONOMIST (1997), « Europe's fund phobia », *The Economist*, 29 March 1997.
- FINANCIAL TIMES (1999), « Financial Times Survey; Pension Fund Investment », *Financial Times*, 21 May 1999.
- FRANKS J. and MAYER, C P (1989) *Risk, regulation, and investor protection: The case of investment management*, Oxford University Press.
- GIMBEL F. (2002), « Banks to sell investment arms », *Financial Times* Fund Management, September 9 2002.
- HARRISON D. (1997), « Pension provision and fund management in Europe », *Financial Times* Financial Publishing, London.
- HEINEMANN F. and JOPP M. (2002), « The benefits of a working European retail market for financial services », Report to the European Financial Services Round Table, Europa Union Verlag, Bonn.
- HOLZMANN R. (1997), « On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions », *European Economy Reports and Studies*, 4/1997, 121-166.
- INSTITUTIONAL INVESTOR (1999), « Euro 100 cross border express - Europe's largest money managers », November 1999.
- JOHN O. (1999), « Active investment management charges survey », Towers Perrin, London.
- JORION P. and GOETZMANN W. N. (1999), « Global stock markets in the Twentieth Century » *Journal of Finance*, 54, 953-980.

- MC KINSEY (2000), « Asset management in Europe », *The McKinsey Quarterly*, 2000 Number 2 : Europe, 8-11.
- MERCER W. (2000), « European pension fund managers guide 2000 », William M Mercer, London.
- MERCER W. (2001), « European pension fund managers guide 2001 », William M Mercer, London.
- MOON J. J., PIZANTE L. R., STRAUSS R. K. and TUKMAN J. M. (1998), « Asset management in the 21st century, new rules, new game », Investment Management Industry Group, Goldman Sachs.
- PRAGMA CONSULTING (1999), « Rebuilding pensions, security, efficiency, affordability. Recommendations for a European code of best practice for European second pillar pension funds », European Commission, Brussels.
- SWISS RE (1998a), « Life insurance ; will the urge to merge continue ? », *Swiss Re Sigma*, 6/1998.
- SWISS RE (1998b), « Financial difficulties for public pension schemes; market potential for life insurers », *Swiss Re Sigma*, 8/1998.
- SWISS RE (2000), « World insurance in 1999 ; soaring life insurance business », *Swiss Re Sigma*, 9/2000.
- SWISS RE (2001), « World insurance in 2000 ; another boom year for life insurance, return to normal growth for non-life », *Swiss Re Sigma*, 6/2001;
- WALTER I (1999), « The asset management industry in Europe: competitive structure and performance under EMU » in eds Dermine, J. and Hillion, P, eds. *European capital markets with a single currency*, Oxford University Press.
- WATSON WYATT (2000), « Global investment review 2000 », Watson Wyatt Co.
- WHITE W. (1998), « The coming transformation of Continental European banking ? », *BIS Working Paper* N° 54.

