



LA DISTRIBUTION ET LA CIRCULATION DES FONDS D'INVESTISSEMENT

PIERRE MONTEILLARD *

L'épargne des Européens attire les convoitises, et nombre d'*asset managers* regardent avec ambition et espoir les développements de cet important marché (15 000 Md€ de patrimoine financier des ménages ; 13 000 Md€ pour le marché de la gestion pour compte de tiers), qui, en croissance forte, bénéficie d'un taux d'épargne élevé et d'enjeux considérables liés à la retraite.

Les grands managers rêvent d'inonder ce marché de leurs produits vedettes. Ils constatent à regret que la fragmentation de la distribution en Europe, les contraintes de circulation transfrontière, et d'autres obstacles techniques ne leur permettent pas de diffuser facilement un même produit.

Comme les grands promoteurs, la Commission européenne a pour objectif de concrétiser un marché unique des fonds qui profiterait aux consommateurs. Elle pointe du doigt les obstacles, tels que l'impossibilité de fusionner des fonds, les différences légales et fiscales, la fragmentation du marché des déposataires...

C'est dans ce contexte général que l'AFG (Association française de la gestion financière) et l'AFTI (Association française des professionnels des titres) ont engagé, avec le concours d'Eurogroup, un travail en commun sur « la distribution et la circulation des OPCVM en France et en Europe » pour améliorer les pratiques en France, en capitalisant sur les meilleures pratiques en Europe, dont les principales recommandations sont évoquées dans cet article (cf. liste des recommandations en annexe).

* Associé du Cabinet Eurogroup.



Encadré

Les recommandations issues de l'étude réalisée par Eurogroup pour l'AFG et l'AFTI

Les banques et sociétés de gestion d'actifs en Europe partagent largement un constat d'insuffisance de la normalisation de la distribution et de la circulation des OPCVM. Ceci concerne la distribution à proprement parler, et aussi la « gestion du passif » qui se définit comme la réception centralisée des ordres de souscription et rachats d'OPCVM (ordres globaux entre intermédiaires), et la tenue de l'émission des actions ou parts en circulation.

Ces processus ne posaient pas de problème particulier dans le passé et jusqu'aux années 1990, dans la mesure où la distribution des OPCVM était très majoritairement assurée en interne au sein de chacun des établissements. Avec la montée en puissance de « l'architecture ouverte » (distribution d'OPCVM à des réseaux et groupes tiers), cette filière fait l'objet désormais d'une multiplicité de difficultés.

Ces activités sont peu normalisées et reposent sur des procédures manuelles et un vocabulaire non homogène.

Une étude détaillée de ces pratiques a été réalisée en France, au Luxembourg, en Irlande et au Royaume-Uni. Elle est conclue par 20 recommandations qui sont évoquées dans cet article.

2

LE DISTRIBUTEUR DE FONDS EUROPÉEN : LE PREMIER GRAND ABSENT DU TABLEAU

Si le marché des fonds est fragmenté, cela tient en premier lieu au fait qu'il n'y a pas véritablement de distributeur européen face aux promoteurs. Il existe des investisseurs institutionnels à dimension européenne, mais les distributeurs agissant pour le compte des investisseurs particuliers sont essentiellement locaux.

La distribution est très massivement dominée par les réseaux bancaires en Europe Continentale, et est plus diversifiée dans l'environnement anglo-saxon, au sein duquel les conseillers indépendants et les « plates-formes » ont une place très importante (cf. tableau n° 1).

Il y a beaucoup de raisons qui expliquent pourquoi la consolidation de l'industrie de l'*asset management* n'a pas eu lieu, et que le marché des fonds d'investissement n'est pas véritablement unifié en Europe. Les autorités publiques sensibles à ce problème, pointent régulièrement les obstacles à caractère fiscaux, juridiques, les différences d'infrastructures...

Tableau n° 1
La distribution des fonds

France	United Kingdom	United States	Germany	Italy	Spain
82 % Bank branches	25 % Bank branches		67 % Bank branches	50 % Bank branches	90 % Bank branches
				35 % Bank sales forces	
9 % Insurance			13 % Insurance		3 % Insurance
		39 % Broker-dealers			
	10 % Direct sales force	10 % Direct to consumer	7 % Direct discount	2 % Direct	1 % Direct
4 % Direct	10 % Direct	32 % Supermarkets			
	36 % Multi-tied IFAs advisers				
5 % Intermediaries	19 % Independent IFAs	19 % Financial planners	13 % IFAs	13 % Independants	6 % IFAs

Source : étude BCG 2003, sur la base de sources suivantes : Investment Company Institute, Datamonitor, EFID, Association of Insurances, Association of Units Trusts and Investment Funds, business press, BCG analysis.

Il faudra bien aussi que les législateurs et régulateurs reconnaissent qu'au premier rang des obstacles essentiels au développement d'un marché unique des fonds en Europe, figure la fragmentation du marché de banque de détail et l'inexistence d'un statut du distributeur.

Ce « distributeur » n'a en effet pas de reconnaissance significative dans les textes, tant au niveau européen qu'au niveau français.

L'AFG et l'AFTI recommandent de définir réglementairement en France le contenu détaillé de la fonction de distribution sous forme d'un statut (recommandation n° 1), comme c'est le cas dans les pays étrangers.

Ceci permettrait de décharger la société de gestion d'une partie des responsabilités relatives à la distribution pesant aujourd'hui sur elle, alors même que dans 95 % des cas, les sociétés de gestion françaises distribuent leurs produits de façon indirecte.

Les associations professionnelles espèrent aussi une simplification et une normalisation des interventions attendue de la part du distributeur vis-à-vis des clients finaux (recommandations n°4, 5 et 6).

Les exigences sont globalement plus lourdes en France que dans les pays étrangers comparés. Les professionnels souhaiteraient que la réglementation tienne mieux compte des conditions matérielles dans lesquelles ils remplissent ces exigences, notamment pour les OPCVM

qui ne font pas l'objet d'une convention de distribution (cas de l'exigence d'une remise du prospectus préalable à la souscription en particulier).

Elles suggèrent aussi de reconnaître dans la réglementation, sur le modèle anglais de *execution only*, la situation distinctive des OPCVM « achetés » pour lesquels le client utilise le distributeur comme un équivalent récepteur/transmetteur d'ordres pour les actions (recommandation n° 6).

*DES EXPORTATIONS DE FONDS QUI SONT PÉNALISÉES
ET LIMITÉES PAR DES PROCESSUS TECHNIQUES
DE SOUSCRIPTION ET DE RÈGLEMENT
TRÈS HÉTÉROGÈNES*

Pour tout un ensemble de raisons, les promoteurs sont contraints, pour diffuser leurs fonds dans les marchés locaux, de multiplier les véhicules afin que ces derniers soient adaptés aux règles et usages locaux.

Ceci a pour effet que :

- la taille des fonds est, en Europe, en moyenne, environ 4 fois moins importante qu'aux États-Unis (135 M€ en Europe contre 770 M€ aux US - source AFG/FEFSI) ;
- les grandes sociétés de gestion sont contraintes de fabriquer de l'ordre de 3 à 10 gammes de produits différentes pour les conformer aux exigences des différents marchés locaux.

On notera que seuls les produits *offshore* (Luxembourg, et dans une moindre mesure, Dublin, et les autres places *offshore*), sont significativement exportés. La Place de Luxembourg s'impose comme la « Bourse » de référence pour les échanges transfrontière de fonds d'investissement, particulièrement pour les investisseurs institutionnels et les grands promoteurs.

Les promoteurs et les distributeurs, en effet, ne peuvent pas gérer efficacement et se satisfaire de processus techniques de souscription et de règlements très hétérogènes selon les pays.

Ils consacrent, ce faisant, des moyens économiques plus importants qu'à la distribution domestique.

Pour une référence du coût d'une instruction de S/R de l'ordre de 15 à 30 € dans les Places *offshore*, les prix en France sont 3 à 10 fois inférieurs pour la distribution interne.

On estime le coût d'un ordre en France :

- 1 à 2 € pour les ordres *retail*,
- 5 à 10 € pour les ordres institutionnels.

Les solutions visant à développer l'automatisation, la sécurisation et l'ouverture du processus de passation des ordres de souscriptions et rachats



(S/R) forment un ensemble consistant des recommandations développées par l'AFG et l'AFTI (recommandations n° 7, 8, 9, 10, 11 et 12).

Différentes préconisations techniques sont avancées telles que :

- élaborer une définition de Place du contenu d'un ordre (et d'un avis d'exécution) ayant valeur de norme de Place, et intégrant l'obligation d'émettre un avis d'exécution ;
- engager l'étude préalable de la réforme de Place visant à généraliser les ordres en montant en France ;
- admettre la passation d'ordres directs en mettant en place un dispositif technique inspiré du standard international (solution développée dans le rapport) ;
- définir des conditions d'exécution de Place qui soient appliquées de façon homogène par les centralisateurs français ;
- indiquer l'identité et les coordonnées du centralisateur dans la notice.

D'autres recommandations concernent les modalités de règlement/livraison et la forme des titres en circulation (recommandations n° 13 et 14). Pour améliorer la circulation des titres et pour la réussite des initiatives privées attendues par le marché (telles Vestima Plus de Clearstream et Fund Settle d'Euroclear), il convient notamment de promouvoir en Europe le recours généralisé au CSD (Dépositaires centraux de titres tels Euroclear en France) comme pour les actions, fondé sur une procédure de livraison contre paiement déconnectée du processus de passation d'ordres ainsi que la réduction du nombre de systèmes et de CSD.

Un autre axe de recommandations concerne le référentiel valeurs et les solutions permettant de combler l'insuffisance des informations relatives aux références des produits pour la distribution externe (recommandations n° 15 et 16). Les distributeurs et les centralisateurs ont beaucoup de difficultés, en effet, à recueillir les notices ou prospectus issus des sociétés de gestion, et connaître les conditions techniques de souscription telles que les coordonnées du centralisateur, l'horaire de *cut off*, les conditions de souscription et de paiement... Le rapport illustre les difficultés pratiques et propose d'élaborer une expression de besoins de Place ayant vocation à être diffusée aux grands *market data providers* (Fininfo, Bloomberg, Reuters, CCLux, Euroclear...) afin de faire émerger des offres privées répondant aux besoins.

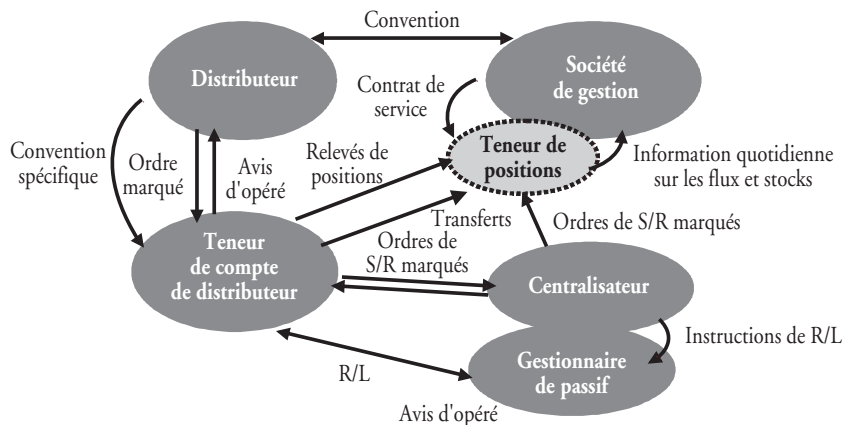
LA CONNAISSANCE DES PORTEURS ET DES DISTRIBUTEURS AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS DES SOCIÉTÉS DE GESTION

Les *asset managers* souffrent d'un défaut d'information sur leurs clients distributeurs. Ceci est très pénalisant pour le suivi commercial, et, plus généralement, le suivi de leur activité.

Pour améliorer la connaissance des porteurs et distributeurs par les sociétés de gestion, l'AFG et l'AFTI ont élaboré un projet qui vise à réformer l'architecture des flux d'informations pour apporter aux sociétés de gestion la connaissance quotidienne des flux et des stocks par distributeur (voir graphique n° 1), qui leur fait aujourd'hui défaut.

La mise en œuvre d'une telle réforme permettrait d'offrir aux sociétés de gestion une solution de qualité. Elle exige cependant des investissements conséquents pour les acteurs et spécialement pour les banques dans la mesure où elle nécessite de créer des flux de *reporting* nouveaux.

Graphique n° 1
Architecture des flux d'information proposée



Ces évolutions seront favorisées par des progrès dans la formalisation des conventions de distribution établies entre les distributeurs et les sociétés de gestion. La multiplicité actuelle des modèles de convention est génératrice d'incertitudes juridiques dans les méthodes et les responsabilités entre société de gestion et distributeur. Elle est aussi à la source du caractère manuel et imprécis de la gestion des conditions de rétrocessions. Les recommandations 18, 19 et 20 sont des solutions pratiques visant à standardiser les conventions utilisées.

*ANNEXE***Liste des recommandations de l'étude****THÈME DISTRIBUTION**

- 1 Définir réglementairement le contenu détaillé de la fonction de distribution sous forme d'un statut.
Décharger, en conséquence, la société de gestion d'une partie des responsabilités relatives à la distribution pesant aujourd'hui sur elle.
- 4 Simplifier et alléger les exigences en tenant compte des conditions matérielles dans lesquelles les professionnels remplissent ces exigences, notamment pour les OPCVM qui ne font pas l'objet d'une convention de distribution.
- 5 Élaborer une charte professionnelle définissant de façon pratique les diligences attendues dans les différentes situations de distribution considérées, et, plus généralement, les règles relatives à la connaissance client.
- 6 Reconnaître dans la réglementation la situation distinctive des OPCVM « achetés » pour lesquels le client utilise le distributeur comme un équivalent RTO (récepteur/transmetteur d'ordres) pour les actions. Simplifier et alléger les exigences applicables au distributeur dans cette situation.

THÈME GESTION DE PASSIF

- 2 Définir réglementairement le contenu détaillé de la fonction de centralisation/gestion du passif/tenue de registre et les responsabilités liées, et, en particulier, la délimitation de l'activité vis-à-vis du « service financier ».
Définir réglementairement les établissements habilités à prendre en charge cette/ces fonctions et les conditions de désignation avec les sociétés de gestion, et les conditions de sous-délégation de ces fonctions.
- 3 Promouvoir au plan contractuel le recours à une convention « centralisation/gestion de passif » distincte dans les relations entre dépositaires et sociétés de gestion.

THÈME ORDRES ET RÈGLEMENT/LIVRAISON

- 7 Élaborer une définition de Place du contenu d'un ordre (et de son avis d'exécution) ayant valeur de norme de Place, et intégrant l'obligation d'émettre un avis d'exécution.
- 9 Autoriser la passation d'ordres directs en mettant en place le dispositif inspiré du standard international (voir ci-dessous et le détail en annexe 3) différenciant les clients « contractuel » et « actual ».
- 10 Définir des conditions d'exécution de Place qui soient appliquées de façons homogènes par les centralisateurs français.
- 13 Définir (redéfinir) des règles de Place qui s'imposent et sont partagées par les gestionnaires de passif français.
- 8 Engager l'étude préalable de la réforme de Place visant à généraliser les ordres en montant en France.
- 11 Indiquer l'identité et les coordonnées du centralisateur dans la notice.
- 12 Favoriser l'émergence de plate-formes privées d'exécutions d'ordres en définissant des conditions d'exécution de Place (recommandation n° 10) et en dissociant les ordres et les instructions de R/L (recommandation n°9).



- 14 Promouvoir en Europe le recours généralisé au CSD comme pour les actions, fondé sur une procédure de livraison contre paiement (DVP) déconnectée du processus de passation d'ordres (cf. recommandation 9 sur les ordres directs), ainsi que la réduction du nombre de systèmes et de CSD.

Promouvoir en Europe la tenue de compte titres multi-instruments pour les porteurs permettant de regrouper l'ensemble de leurs titres (fonds et actions).

THÈME RÉFÉRENTIEL VALEURS

- 15 Établir une charte professionnelle précisant les conditions de mise à disposition des informations par les professionnels : qui (SdG/dépositaire) doit diffuser quelle donnée ? comment ?
- Centralisateur/gestionnaire de passif : conditions de S/R et de R/L
- Société de gestion : informations produits, notice/prospectus et VL
- Définition d'un format standard reconnu
- 16 Élaborer une expression de besoins de Place ayant vocation à être diffusée aux grands *market data providers* (Fininfo, Bloomberg, Reuters, CCLux, Euroclear...) afin de faire émerger des offres privées répondant aux besoins.

THÈME CONNAISSANCE DU PASSIF ET GESTION DES CONVENTIONS DE DISTRIBUTION

- 17 Apporter aux sociétés de gestion la connaissance quotidienne des flux et des stocks par distributeur (ou grand institutionnel suivi de façon équivalente) en mettant en place le dispositif ci-après.
- 18 Élaborer un « canevas » de convention qui serait constitué d'un socle standard et d'éléments modulaires qui simplifieraient la démarche de contractualisation. Le socle couvrirait les conventions dites « simples » : entre les acteurs français (hors étrangers et hors apporteur d'affaires) et serait complété de boîtes à outils (glossaires, modèles d'articles...)
- 19 Introduire systématiquement une annexe technique sur les conditions de souscription et les exigences dans ce domaine (marquage...) établie en liaison étroite avec le centralisateur. Exiger le respect de ces conditions de souscription pour bénéficier de l'application de la convention (rétrocession de frais de gestion).
- 20 Établir une charte professionnelle proposant une méthodologie et un contenu par défaut et des règles de bonne conduite en matière de mise à disposition des informations.