La laborieuse unification du marché européen des OPCVM

Point de vue d'un membre de l'Asset management expert group (AMEG) mis en place par la Commission européenne pour analyser l'évolution du marché unique de la gestion d'actifs.

Christophe Bourdillon

Ixis

Depuis plus de vingt ans, le marché européen de la gestion d'actifs s'inscrit dans un patient mouvement d'unification. Le compartiment des OPCVM coordonnés, (ci-après OPCVM), a constitué une première étape avec l'adoption de la directive fondatrice de 1985 (UCITS I) suivie par d'autres initiatives d'harmonisation. Il a connu un essor spectaculaire qui en fait le principal produit de la gestion collective européenne.

Le segment des OPCVM est aujourd'hui à la croisée des chemins. Beaucoup reste à faire pour optimiser son fonctionnement et plus généralement pour assurer la compétitivité de "l'industrie européenne" de la gestion de fonds.

DES FONDEMENTS INACHEVÉS

Le marché des OPCVM souffre des limites du cadre communautaire actuel qui présente certains risques d'incohérence et bute sur de réels obstacles techniques à son intégration.

LES LIMITES DU CADRE COMMUNAUTAIRE

Les OPCVM constituent un indiscutable label de qualité internationale et disposent d'un réel potentiel de développement (*encadré 1*). Néanmoins, le marché européen actuel s'apparente toujours largement à une juxtaposition de marchés nationaux. Son évolution d'un marché de proximité vers plus d'intégration suppose, d'abord, des changements structurels chez les investisseurs, ce qui prendra du temps.

Si les Autorités communautaires s'attachent de manière constante à promouvoir un véritable marché unique des OPCVM, leurs efforts n'ont pas encore permis d'enclencher la dynamique vertueuse d'une intégration effective. En dépit d'une intense activité normative (*encadré 2*), le régime communautaire des OPCVM présente certaines lacunes.

À l'origine, l'OPCVM visait une clientèle individuelle dont l'aversion aux risques justifiait des limitations en termes de contenu et de ratios prudentiels. Malgré des assouplissements récents, les produits sophistiqués comme les *hedge funds* ou les fonds garantis ne sont pas couverts par ce label. Il en est de même pour certains outils financiers à forte valeur ajoutée, dont l'usage est très encadré (les dérivés), peu explicité (prêt/emprunt de titres) ou prohibé (délivrance de garantie). Certaines classes d'actifs comme les fonds immobiliers (*real estate*) ou le capital développement (*private equity*) ne sont pas concernés. Ainsi, 30 % des fonds commercialisés dans l'Union européenne échappent au label OPCVM. Ces restrictions pénalisent les gérants les plus dynamiques et cantonnent les OPCVM à la clientèle de particuliers. Elles frappent aussi le passeport européen. Une société de gestion habilitée ne peut, en pratique, distribuer dans le reste de l'Union que les seuls fonds agréés par son régulateur national. Elle n'a pas la faculté de créer et de distribuer des OPCVM dans d'autres pays de l'Union.

Cette situation explique aussi le clivage du marché avec un secteur labellisé OPCVM pour les particuliers, et un secteur plus ouvert à l'innovation orienté vers les investisseurs institutionnels ou les entreprises. Le premier relève plutôt de la compétence communautaire, le second du droit national ou de l'offshore. ●●●

DIRECTIVE OPCVM

UN RISQUE D'INCOHÉRENCE

Le législateur européen intervient tant sur le plan sectoriel que transversal, d'où un empilement de normes dont les chevauchements, voire les contradictions, sont de redoutables facteurs de complexité pour les praticiens. Dans le cas des OPCVM, les risques d'incohérence sont réels. Pour la seule activité de commercialisation, plusieurs textes européens peuvent se combiner. En effet, à côté du cadre de base, trois textes interfèrent :

- La Directive sur les instruments financiers (MIF) qui assimile la réception et la transmission d'ordres concernant des OPCVM à des services en investissement, soumis à des obligations réglementaires beaucoup plus exigeantes.
- La Directive sur le e-commerce qui vise la vente d'OPCVM via internet qui, sur la base du contrôle par le pays d'origine permettrait, à l'extrême, de se passer du processus de notification propre au passeport européen.
- La Directive sur la vente à distance.

Ces textes ont vocation à être transcrits dans les droits nationaux et peuvent ensuite faire l'objet de divergences d'interprétation.

DES OBSTACLES TECHNIQUES À L'INTÉGRATION

D'autres limites entravent l'approfondissement du Marché unique.

L'aspect économique demeure déterminant. La configuration actuelle du marché, marquée par les particularismes nationaux et la lenteur de son ouverture, constitue le principal obstacle à une intégration rapide. Cette dernière ne peut résulter des seules mesures incitatives prises par le législateur européen. À moyen terme, la bonne tenue des marchés financiers apparaît comme le meilleur catalyseur de la croissance de l'"industrie" et donc de sa capacité à développer une offre plus sophistiquée et transnationale. À plus long terme, le décloisonnement reposera surtout sur un processus de convergence à long terme des structures économiques européennes dont les ratées actuelles du Pacte de stabilité montrent l'ampleur.

La rationalisation industrielle de la gestion collective est aussi entravée. Les difficultés à fusionner des fonds localisés dans différents États membres participent à la fragmentation du marché européen qui aligne trois fois plus de fonds qu'aux États-Unis, avec des encours deux fois plus faibles. Il y a là un frein à la création de larges véhicules d'investissement paneuropéens offrant le bénéfice des économies d'échelle rendues potentiellement possibles par le Marché unique. Certaines études évaluent entre 2 et 6 milliards d'euros le gain annuel issu d'une rationalisation des techniques de fusion avec, à la clef, une amélioration des rendements de l'ordre de 5 à 15 points de base. C'est aussi le cas pour l'activité dépositaire régulée sur une base essentiellement nationale alors que les Directives OPCVM la place au centre du dispositif de protection de l'investisseur en lui confiant les fonctions cruciales de conservation des actifs et de gestion du passif des fonds. Pour éviter tout conflit d'intérêt, elles précisent que le rôle de dépositaire ne peut être exercé par la société de gestion et imposent que le dépositaire d'un OPCVM soit localisé dans le même pays d'origine. Là aussi l'architecture ouverte a des progrès à faire. Il en est de même pour l'utilisation des "*pooling techniques*" aujourd'hui prohibées par les Directives.

Les obstacles fiscaux ne sont pas les moindres. L'absence de toute harmonisation encourage, entre les États membres, une intense compétition qui fausse sérieusement la concurrence. Certains pays comme le Luxembourg, qui est devenu un poids lourd de l'"industrie", bénéficient d'une confortable avance en jouant sur une fiscalité accommodante qui, combinée avec une réglementation accueillante, leur permet d'attirer les plus gros acteurs de la gestion d'actifs internationaux.

Les divergences d'interprétation sur la norme européenne entre régulateurs nationaux sont aussi dommageables à l'essor des transactions transfrontalières. L'absence jusqu'à ces derniers temps d'un mécanisme de type Lamfalussy a favorisé l'éclosion de doctrines nationales parfois contradictoires. Les Directives laissent un champ plus ou moins vaste à l'éclosion d'une législation domestique supplétive, qui limite parfois l'accès à son marché national. C'est le cas pour le passeport européen qui permet au régulateur national de durcir la procédure de notification, sous le couvert de la défense de l'intérêt général (protection de l'investisseur...) ou d'exigences dé-

> *« Les obstacles fiscaux ne sont pas les moindres. L'absence de toute harmonisation encourage, entre les États membres, une intense compétition qui fausse sérieusement la concurrence. »*

OPCVM

1. La locomotive de la gestion d'actifs européenne

Les OPCVM se situent largement en tête des instruments de gestion collective commercialisés dans l'Union européenne, au second rang mondial après les États-Unis. Ainsi en 2003, avec environ 28 000 unités, ils ont représenté plus des trois quarts des fonds européens d'investissement (4 600 milliards d'euros) pour un encours net supérieur à 3 500 milliards. En 2004, ils ont dépassé 3 700 milliards.

Ces volumes vont s'accroître sur le long terme sous l'influence de quelques tendances lourdes : le choc démographique européen, avec un vieillissement structurel de sa population, nécessitera un recours croissant à une épargne longue ; l'émergence de l'euro comme une devise de réserve majeure du système monétaire mondial impliquera une offre croissante de placement pour les investisseurs internationaux ; enfin le processus d'élargissement de l'Union qui, malgré une base actuelle modeste (moins de 5 % des encours), représentera un facteur durable de renforcement de l'épargne de la zone. Ces éléments laissent entrevoir une expansion prometteuse de la gestion européenne d'actifs sur un marché qui se mondialise. Sa locomotive, les OPCVM, devrait en bénéficier pleinement.

ontologiques. Ce maquis réglementaire accroît les coûts de distribution transfrontaliers.
Ces différentes aspérités pèsent in fine sur l'investisseur. Il se voit facturé des surcoûts à l'entrée d'un fonds originé dans un autre État membre. La diffusion de l'innovation et la réalisation d'économies d'échelle à son profit sont freinées. Le Marché unique des OPCVM demeure largement perfectible.

LES VOIX DE LA NÉCESSAIRE COMPÉTITIVITÉ

L'"industrie" européenne des OPCVM, et plus généralement celle de la gestion d'actifs, doit trouver rapidement sur son marché intérieur les moyens de confronter sa compétitivité internationale dans un contexte de globalisation, où se manifestent, de manière croissante, ses homologues américains et asiatiques. Au vu des travaux disponibles, il est possible d'esquisser les positions en présence et les pistes d'évolution.

LES POSITIONS EN PRÉSENCE

Dans le cadre de l'évaluation à mi-parcours du PASF, la Commission a lancé une réflexion sur les carences de la gestion d'actifs européenne. Fin 2003, elle a créé l'Asset management expert group (AMEG) qui a rendu un rapport en mai 2004. Elle devrait fournir, pour la mi-février 2005, au Parlement européen, un bilan d'application du régime de 1985. Elle devrait émettre un Livre vert en juillet prochain et finaliser un nouveau cadre pour 2010.
La vision optimale décrit un marché européen bénéficiant pleinement des synergies de croissance avec le retrait des barrières techniques ou domestiques à la concurrence. Elle milite pour une approche réglementaire homogène avec un passeport européen de plein exercice, en favorisant la multidistribution et l'architecture ouverte. Un fonds agréé par un État membre devrait pouvoir circuler dans le reste de l'Union avec un minimum de formalités. Un véhicule d'investissement paneuropéen et des fusions transfrontalières aisées contribueraient à l'efficience du marché. Une coopération efficace des régulateurs nationaux devrait déboucher rapidement avec l'extension récente de la procédure Lamfalussy, étape nécessaire avant la mise en place d'une SEC européenne.
Des variantes existent. La sensibilité anglo-saxonne (Royaume-Uni, Irlande, Luxembourg) met l'accent sur une approche réglementaire minimaliste et les codes de bonne conduite. L'approche continentale (Allemagne, France), plus marquée par l'effet de proximité, s'accommode de la cohabitation entre une formule grand public plus réglementée et une formule plus flexible pour les grands investisseurs. Elle plaide en faveur d'une accélération des travaux législatifs européens en vue d'aboutir le plus rapidement possible à une harmonisation effective. Ces positions se retrouvent sur la nécessité d'une plus grande efficience du régime de la gestion collective européenne face à la concurrence internationale.

LES PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION

Le cadre européen de la gestion d'actifs, y compris les OPCVM, a besoin d'une approche plus cohérente et plus globale pour assurer son développement intérieur et international.
Les experts européens s'accordent à recommander une clarification du cadre juridique applicable à la gestion d'actifs. C'est une nécessité pour tous les acteurs de ce marché : investisseurs, sociétés de gestion, dépositaires, régulateurs et juridictions. L'empilement actuel des textes constitue un facteur aggravant de complexité qui décourage la distribution des fonds hors du pays d'origine. Le législateur européen se doit, a minima, de codifier les dispositions applicables en gommant les multiples che-

Un potentiel encore sous-employé

■ **En 2004, environ 60 % des encours se situaient dans trois pays continentaux :** la France (21 %), le Luxembourg (20,4 %) et l'Allemagne (16,3 %). Le Royaume-Uni (9,1 %), l'Irlande (8,1 %) et l'Italie (7,6 %) venaient loin derrière. La France et le Luxembourg représentaient les trois quarts de la collecte nette. Les OPCVM sont encore massivement commercialisés sur une base nationale avec une offre assez peu diversifiée. Cette situation s'explique par l'inertie des comportements d'épargne et des systèmes de financement des retraites qui varient d'un pays à l'autre. Les Anglo-Saxons ont une culture de capitalisation qui les porte vers des produits plutôt risqués (actions) ou à forte valeur ajoutée, par nature plus margés. Les Continentaux axés sur la répartition font une part dominante aux produits réputés plus sûrs (fonds monétaires ou garantis) mais moins commissionnés.

■ **Les modes de distribution locaux reflètent ces différences d'appétence au risque.** Le système de commercialisation britannique est le plus ouvert. Il s'appuie sur des consultants indépendants (IFA) chargés de conseiller les investisseurs. Les systèmes continentaux reposent principalement sur les réseaux domestiques d'assurance ou bancaires (France) qui délivrent surtout des produits "maison". La structure des portefeuilles des ménages reflète ces particularités locales.

■ **À l'échelle européenne, la multidistribution, et son corollaire l'architecture ouverte, demeure un phénomène limité :** moins de 20 % des fonds sont commercialisés en dehors du pays d'origine et près de la moitié des distributeurs européens n'intègrent pas encore de fonds tiers dans leur offre. Le Luxembourg concentre 80 % des flux transfrontaliers, suivi par l'Irlande. La crise de 2000, en favorisant une réallocation massive vers des actifs sécurisés (instruments de taux ou garantis), a enrayé le mouvement de diversification qui intéresse plutôt les produits à forte valeur ajoutée. Elle a aussi lourdement affecté la profitabilité de l'"industrie", qui s'est trouvée confrontée à une érosion des encours et un laminage de ses marges. La reprise constatée depuis 2003 a permis une relance de la demande des investisseurs à destination de ce type d'offre mieux valorisée et mieux margée, ce qui devrait inciter les opérateurs à s'intéresser de nouveau à l'architecture ouverte.

DIRECTIVE OPCVM

COMMISSION EUROPÉENNE

2. Une intense activité normative

■ La démarche d'harmonisation a concerné la définition du produit OPCVM et les conditions de sa distribution dans l'espace européen. Pour faciliter l'approfondissement du Marché unique des services bancaires et financiers, le Plan d'action des services financiers (PASF) a été lancé en 1999, permettant un toilettage du cadre de 1985 avec l'adoption en 2002 de deux directives (UCITS III).

■ La Directive 2001/107/CE a unifié le statut des sociétés de gestion avec des attributions élargies. Outre la gestion d'OPCVM, elles peuvent exercer de la gestion individuelle (mandats) et offrir à leurs clients des services connexes (conseil, administration) sous réserve d'une information exhaustive (prospectus complet et prospectus simplifié). Elles bénéficient aussi d'un passeport européen et peuvent ainsi créer des succursales dans les autres États membres, dans le cadre d'une procédure de notification.

■ La Directive 2001/108/CE a élargi le contenu des OPCVM jusque-là investis principalement en valeurs mobilières. L'utilisation d'autres instruments (actifs monétaires, dépôts bancaires, fonds de fonds, fonds indiciels, dérivés) est possible sous réserve de respecter certaines contraintes prudentielles (ratios de risques relatifs à l'émetteur, emprise...) et de fournir une information adéquate aux clients concernés.

vauchements actuels. Certaines activités connexes, comme la fonction dépositaire, auraient besoin d'un traitement communautaire approprié. Un dialogue sur cette offre de service apparaît pertinent avec les représentants de ce secteur qui a récemment connu un fort mouvement de concentration et une sévère compression de ses marges. Outre une meilleure fluidité entre les normes communautaires (cf. la commercialisation des OPCVM), la mise en œuvre récente de la procédure Lamfalussy devrait permettre, dans des délais rapides, d'améliorer l'articulation entre la norme communautaire et la règle nationale, en attendant l'émergence d'un système de régulation plus intégré. Il devient en effet critique que la gestion d'actifs localisée au cœur du marché européen des capitaux bénéficie d'une reconnaissance de plein exercice, au même titre que ses trois autres piliers (assurance, banque, capital markets).

UNE APPROCHE PLUS GLOBALE

Les professionnels soulignent aussi le besoin d'une consolidation et d'une spécialisation du marché européen.
Une généralisation du label OPCVM à toutes les classes de fonds lui ferait perdre en crédibilité auprès des investisseurs. À côté du compartiment des OPCVM rendu plus lisible et plus fluide, il y a place pour une approche renouvelée du cadre communautaire qui gagnerait à couvrir les produits utilisés par les gérants les plus dynamiques : *hedge funds*, fonds garantis, fonds "maîtres et nourriciers", les fonds d'investissement immobilier, le *private equity*, etc. Un régime global permettrait d'élargir la base de clientèle. Il pourrait reposer sur une segmentation des produits en fonction de l'appétence au risque des investisseurs. Pour définir cette nomenclature et gérer l'entrée d'un fonds d'une classe à l'autre, il y aurait lieu de créer un mécanisme coordonné au sein du dispositif Lamfalussy, capable d'évaluer l'exposition aux risques selon une méthodologie harmonisée. Cette voie permettrait d'améliorer la réactivité du cadre juridique aux innovations de marché en facilitant leur acclimatation, tout en leur assurant un label européen de qualité. Elle pourrait être utilement complétée par une convergence communautaire des règles de placement privé.
Le passeport constitue aussi un facteur clef de déverrouillage des flux intracommunautaires. Les fusions de fonds transfrontalières devraient être facilitées pour donner aux gammes commerciales la taille critique correspondant à la taille du Marché unique. Une évolution dynamique de la procédure de notification des OPCVM agréés vers un régime déclaratif serait opportune dans un cadre à définir avec la communauté des régulateurs nationaux et des institutions communautaires au sein du dispositif CESR, en veillant à une protection efficace des investisseurs. Les sociétés de gestion auraient besoin d'une plus grande latitude d'action commerciale en créant et distribuant des fonds domiciliés dans des pays tiers. Il serait utile de développer des formules de sous-traitance, grâce à une extension de la formule de la délégation. La faculté de recourir à un dépositaire extérieur au pays d'origine, voire à un dépositaire global, ne devrait pas nuire à la protection de l'investisseur. Au plan déontologique, une mise à plat de l'activité de conseil, cruciale pour éclairer l'investisseur dans un contexte de diversification de l'offre, serait utile pour mieux appréhender les conflits d'intérêts potentiels. La piste des codes de conduite avec la profession et les organismes représentatifs des investisseurs devrait sûrement être explorée.
Enfin la création d'une structure d'investissement paneuropéenne neutre fiscalement permettrait de créer les bases d'une concurrence plus saine.

CONCLUSION

Ces quelques pistes démontrent que les moyens d'approfondir le marché unique des OPCVM et plus généralement de la gestion collective, existent. Il est souhaitable que les décideurs européens s'accordent rapidement sur les modalités de leur mise en œuvre. C'est à ce prix que les comportements des investisseurs européens convergeront vers un système plus intégré, garant de la compétitivité internationale de cette industrie financière majeure. ■

Sources : Documents issus des Fédérations professionnelles (AFG – ASFI/FEFSI, etc.) et de l'AMEG (Commission européenne).

GLOSSAIRE

■ **Pooling technique :** mutualisation de la gestion d'actifs à partir de fonds maître et nourricier. Les OPCVM nourriciers sont des fonds destinés à investir uniquement dans un autre OPCVM, dit maître.
■ **Hedge funds :** fonds spéculatifs.
■ **IFA :** independent financial adviser, conseiller financier indépendant (Royaume-Uni).
■ **SEC :** Securities and exchange commission, pendant américain de l'AMF française.
■ **UCIT :** Undertaking for collective investments in transferable securitie, OPCVM ouvert qui répond à la Directive européenne.
Source : Dictionnaire de la gestion collective, Gérard Blandin, Séfi.