



Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

**Vers un marché unique européen
des fonds d'investissement et de la gestion d'actifs**

Avril 2003

Friedrich Heinemann

Michael Schröder

Martin Schüler

Claudia Stirböck

Peter Westerheide

Etude commandée par Investment Management Association

et financée conjointement par Investment Management Association et Corporation of London

Contact:

Friedrich Heinemann

ZEW

PO Box 10 34 43

68034 Mannheim

Allemagne

Téléphone : +49 621 1235 149

Messagerie : heinemann@zew.de

Synthèse de l'étude

Première partie – vision

Dix ans après la « réalisation » du marché unique, les frontières nationales définissent et restreignent toujours l'activité économique, y compris dans la zone euro. Ceci est particulièrement vrai en ce qui concerne le marché de la gestion d'actifs où existe un écart significatif entre le projet d'un marché unique et la réalité.

Le présent rapport définit le marché unique de la gestion d'actif par les caractéristiques suivantes :

- Un cadre juridique et réglementaire homogène et flexible permettant d'éviter les réglementations excessives ou répétitives ;
- Une absence de discrimination fiscale contre les produits étrangers ;
- Une information et une éducation amples et suffisantes des consommateurs sur les produits financiers ;
- Une absence de discrimination concurrentielle contre les produits de gestion d'actifs tiers (étrangers ou nationaux) par les distributeurs ;
- Une information suffisante et les institutions nécessaires pour rassurer les consommateurs sur la fiabilité des contrats interfrontaliers ;
- Des améliorations constantes de l'infrastructure paneuropéenne facilitant les transactions entre gestionnaires d'actif et consommateurs ;
- Et l'ouverture des marchés non européens aux produits de gestion d'actifs européens et *vice versa*.

Un marché unique qui répondrait à cette vision apporterait des avantages économiques substantiels à la fois aux consommateurs (par des coûts moindres, par exemple) et au marché (par une croissance économique accrue du fait d'une accumulation de capital plus rapide et plus efficace).

Il est difficile de généraliser sur le marché de la gestion d'actifs puisqu'il comprend, en réalité, un grand nombre de sous-marchés et de produits (depuis les produits de placement pour le grand public jusqu'aux services hautement individuels pour les clients institutionnels). Ce rapport se concentre, d'une part, sur les produits d'investissement grand public, sur lesquels

les données sont plus abondantes et plus disponibles et, d'autre part, sur la distance entre la vision du marché unique et la réalité de ce marché.

Deuxième partie – Défauts de l'intégration

Cette étude évalue l'état d'accomplissement du marché unique par l'analyse de nombreuses données collectives et globales et par le biais d'entretiens individuels avec les plus grandes sociétés d'investissement aux activités interfrontalières significatives.

Les données collectives peignent un portrait quelque peu ambivalent du degré d'intégration actuel :

- Bien que les ventes interfrontalières connaissent une certaine croissance en termes de volume, les marchés nationaux sont toujours dominés par les fournisseurs domestiques. Dans la plupart des pays européens, la part de marché des fonds de placement étrangers (par valeur d'actif) dépasse rarement les 20%.
- Il apparaît clairement que les activités interfrontalières des fonds d'investissement européens sont dirigées par les distributeurs tiers.
- Les UCITS européens ont connu un certain succès à l'exportation hors d'Europe, comme en Asie et en Amérique Latine. Mais le plus grand marché mondial, les États-Unis, reste pratiquement inaccessible aux UCITS européens, du fait de contraintes imposées par la réglementation actuelle.
- Dans la plupart des pays européens les banques dominant toujours la distribution des fonds de placement. En outre, les banques préfèrent encore vendre leurs produits internes qui constituent plus de 80% de leurs ventes. Cependant, le paysage actuel est en passe de changer. Les personnes interrogées lors du sondage indiquent, d'une part, que la position dominante des banques commence à être mise en cause et, d'autre part, que le mouvement actuel des banques vers le système dit de « l'architecture ouverte » va sans doute augmenter la distribution de produits tiers interfrontaliers.

Troisième partie – Détail des problématiques

À la question « pourquoi le marché européen de la gestion d'actifs est-il toujours segmenté ? » il n'existe aucune réponse simple. Les entretiens avec les sociétés de gestion d'actifs engagées dans des activités interfrontalières indiquent toutefois que certaines barrières « faites de la

main de l'homme » représentent un obstacle plus important pour le marché unique que les barrières dites « naturelles » comme la langue et, par ordre d'importance, la fiscalité, la distribution, les fusions de fonds, l'infrastructure et les droits d'enregistrement. D'autres barrières, largement liées aux consommateurs eux-mêmes, comme la culture ou le manque de confiance, sont généralement considérées comme des obstacles de moindre importance au marché unique.

- **Fiscalité** : la discrimination fiscale contre les fonds étrangers d'investissement a été jugée comme la barrière la plus significative à l'encontre des activités interfrontalières. Les personnes interrogées placent la fiscalité en tête de la liste des obstacles, quel que soit leur modèle commercial et professionnel particulier. Ce jugement correspond bien aux résultats de la recherche empirique : les pays aux régimes fiscaux radicalement discriminatoires contre les UCITS étrangers sont particulièrement fermés aux activités interfrontalières.
- **Fusion de fonds** : la recherche existante confirme que la fragmentation des marchés européens selon les frontières nationales entraîne des tailles moyennes de fonds en deçà des valeurs optimales. Les consommateurs paient la facture compensatoire de la petite taille des fonds sous la forme de frais élevés. Les barrières fiscales et réglementaires restreignent la capacité des gestionnaires de fonds à augmenter la taille moyenne des fonds en fusionnant, éliminant ou en restructurant les gammes de produits existantes.
- **Distribution** : les gestionnaires d'actifs comptent la plupart du temps sur des distributeurs tiers de fonds de placement (y compris les banques et autres établissements) pour pénétrer sur de nouveaux marchés. Les personnes interrogées identifient la volonté et la compétence insuffisantes des personnels de vente de ces distributeurs tiers comme autant d'obstacles importants à l'encontre du marché unique. Ces barrières côté fournisseur sont renforcées par l'éducation financière insuffisante des investisseurs finaux, lesquels n'exigent ni le conseil approprié des distributeurs ni les produits de gestionnaires outre frontière. Bien que la baisse des marchés depuis 2000 ralentisse temporairement la tendance à l'architecture ouverte, il est généralement prévu que cette tendance reprenne et soit même renforcée par l'expérience récente des consommateurs.
- **Infrastructure** : il existe un écart assez grand entre l'infrastructure actuelle qui traite les transactions entre gestionnaires et clients (caractérisée par des protocoles et des normes hétérogènes et répétitives) et l'infrastructure économique idéale (qui se caractériserait par le traitement direct, ou « straight through processing » (STP)). Le mouvement en faveur d'une infrastructure économique idéale éliminerait une barrière coûteuse aux ventes interfrontalières des fonds d'investissement.
- **Droits d'enregistrement** : l'enregistrement des fonds (c'est à dire l'exigence d'enregistrer un fond UCITS dans chaque pays hôte dans lequel il est activement vendu, même s'il a dé-

jà été enregistré dans son pays d'origine) est considéré comme source de dépenses supplémentaires constituant un désavantage financier pour les fonds interfrontaliers par rapport aux fonds domestiques. Bien que les frais d'enregistrement directs dus aux autorités de tutelle domestiques soient relativement faibles, les droits indirects payés aux juristes et comptables locaux peuvent s'avérer importants.

- **Culture des consommateurs :** bien que les différences culturelles aient un impact sur les moyens de distribution, ces différences ne représentent qu'une barrière modeste au développement d'un marché unique. Les préférences nationales pour certaines classes d'actifs, calendriers et spécificités financières peuvent toutes être gérées par les gestionnaires d'actifs.
- **Protection des consommateurs :** les normes de protection des consommateurs (par exemple l'encadrement des activités de marketing et de publicité des fonds d'investissement, les conseils complémentaires et la publication d'informations) varient beaucoup d'un pays à l'autre de l'Union européenne. Les activités interfrontalières de fonds d'investissement ne sont que modérément impactées par la variété des réglementations. La confiance des consommateurs dans les activités transfrontalières peut être renforcée par des systèmes à l'échelle internationale : réseaux de plaintes, programmes de compensation, codes de conduits et normes de conseil clairement définies. Bien que les gestionnaires d'actif ne s'accordent pas sur l'importance de normes unifiées dans *tous* ces domaines, ils sont cependant *d'accord* sur un point : ces normes doivent être définies par le secteur lui-même et non par le législateur. En effet, le secteur détient les meilleures informations sur les règles adéquates.
- **Information :** le secteur de la gestion d'actifs (et d'ailleurs le secteur des services financiers dans son ensemble) se caractérise par une asymétrie de l'information entre investisseurs et fournisseurs. Les réglementations nationales et les pratiques de marché gèrent cette asymétrie en établissant des normes d'information des investisseurs (liées par exemple au coût et à la performance des fonds de placement). La diversité des normes d'information nationales complique la comparaison des fonds d'investissement à l'échelle internationale et impacte le marché unique. Un prospectus simplifié (consistant en un seul document harmonisé et paneuropéen, si possible conforme à la proposition FEFSI et pouvant être utilisé pour le marketing interfrontalier des UCITS dans tous les pays) constituerait une étape utile de réduction de la disparité des normes informatives.
- **Transparence :** les frais et coûts manquent souvent de transparence pour les consommateurs et ne sont donc pas comparables d'un fonds à l'autre, particulièrement sur une base transfrontalière. De la même manière, la performance signalée des fonds d'investissement est rarement comparable d'un pays à l'autre. Presque toutes les personnes interrogées ré-

pondent que le secteur de la gestion d'actif devrait standardiser les informations pour améliorer la transparence et la possibilité de comparaison (ils signalent d'ailleurs que les régulateurs et les législateurs sont moins bien équipés et manquent de ressources pour cette tâche).

- **Législation et réglementation** : bien que la Directive UCITS révisée prévoie de promouvoir le marché unique des fonds d'investissements, de sérieux problèmes subsistent, tel que : la mise en œuvre potentiellement disparate d'un pays membre à l'autre, la discrimination fiscale, la discrimination par la réglementation. De la même manière, le projet de directive sur les retraites professionnelles laisse beaucoup à désirer puisqu'il donne aux états membres une grande latitude discrétionnaire, comme, par exemple, la possibilité d'imposer des restrictions qualitatives sur allocation d'actifs des fonds de retraite ou la possibilité de discriminer fiscalement contre les contributions d'outre frontière.

Quatrième partie – Ce qu'il convient de faire

Une vaste majorité de gestionnaires, régulateurs et législateurs s'accorde en faveur d'un marché unique. Cet accord est toutefois moins fort lorsqu'il s'agit de déterminer les moyens d'y parvenir. Les législateurs sont naturellement optimistes et pensent que la législation et les directives suffiront à promouvoir l'intégration future. D'un autre côté, le secteur de la gestion d'actif place l'accent sur une meilleure coordination, une application plus stricte des lois et la mise en œuvre standardisée des lois existantes dans l'après FSAP. Ce rapport conclut que de tels problèmes ne sauraient être généralisés : des problèmes différents nécessitent des solutions différentes, parfois législatives, parfois relevant de l'interprétation. (the difference between « législatives » en « juridiques » is not very clear and I would skip the « juridiques ») Par conséquent, nos recommandations au cas par cas sont les suivantes :

- **Fiscalité** : la priorité doit être donnée au traitement de la discrimination fiscale contre les fonds étrangers si l'option de marché unique est sérieusement considérée. À ce jour, le secteur de la gestion d'actifs et la Commission montrent une certaine réticence à traiter efficacement une telle discrimination pour différentes raisons (le secteur parce qu'il a peur de s'aliéner certains états membres et la Commission du fait de conflits de priorités). Il incombe toutefois à la Commission, gardienne des traités, de traiter ce problème et adopter une approche plus agressive.
- **Fusions de fonds** : deux problèmes distincts doivent être abordés. Le premier est le traitement des fusions de fonds en tant qu'événements taxables et le second est la réglementation protectionniste sur les fusions interfrontalières vers l'étranger. La responsabilité de

corriger le premier problème revient aux pays membres et celle de résoudre le second incombe à la Commission (en proposant, par exemple, un futur amendement des UCITS afin de simplifier et harmoniser les règles de relocalisation des fonds d'investissement au sein du marché unique).

- **Distribution** : la concurrence amène les fournisseurs à ouvrir leur réseau de distribution aux produits tiers. L'amélioration de l'éducation des consommateurs est susceptible d'accélérer un peu ce processus. L'amélioration de la réglementation nationale sur le conseil pour promouvoir une distribution objective et impartiale devrait jouer un rôle encore plus important. La progression vers une distribution plus ouverte est étroitement liée à la progression vers une efficacité accrue de l'infrastructure européenne.
- **Infrastructure** : aujourd'hui, la fragmentation de l'infrastructure place un fardeau lourd sur les ventes interfrontalières de fonds d'investissement. Bien que le marché prenne beaucoup de temps à résoudre ces problèmes, il est mieux placé que quiconque pour ce faire et parvenir à une solution efficace. Ce rapport recommande par conséquent que les améliorations de l'infrastructure soient laissées aux forces du marché et à la concurrence entre prestataires de services de cette infrastructure, un rôle secondaire pouvant être joué par la Commission européenne qui pourrait alors accélérer le processus en éliminant les barrières légales et réglementaires.
- **Droits d'enregistrement** : les pratiques d'enregistrement des UCITS impactent négativement le marché unique. Une solution très simple consisterait à prendre le passeport européen à la lettre : un fonds accepté en tant qu'UCITS dans son état membre pourrait être immédiatement vendu dans un autre pays de l'UE sans requérir de droits d'enregistrement supplémentaires. Ceci serait considéré comme une percée significative et devrait être considéré sérieusement dans de futurs débats sur la Directive UCITS.
- **Exigences en matière de transparence et d'information** : le prospectus simplifié introduit par UCITS III constitue une étape utile sur la bonne voie. Il ne résout cependant pas le problème d'hétérogénéité des exigences nationales des prospectus complets. Les réformes à venir devraient établir un prospectus européen harmonisé qui suffirait pour chaque état membre et qui viendrait compléter la recommandation ci-dessus d'abolition des droits d'enregistrement des UCITS dans tous les pays membres. Le secteur de gestion d'actifs peut accélérer ce processus par une harmonisation interne du reporting sur les coûts et performance des fonds d'investissement. En outre, il est important d'améliorer l'éducation des consommateurs.
- **Évaluation de la législation** : avant toute mesure législative nouvelle, il apparaît prioritaire d'évaluer de façon critiques les mesures législatives passées. Ceci est particulière-

ment important en ce qui concerne les initiatives FSAP dont les effets devraient être correctement surveillés et mesurés avant de passer à de nouveaux programmes législatifs.