

OBSERVATOIRE EUROPEEN DE L'EPARGNE

**ASSOCIATION MINI-PLUS,
UNIVERSITE PARIS X-NANTERRE**

L'IMPACT DE LA REGLEMENTATION SUR L'ACTIVITE DE LA GESTION D'ACTIF EN EUROPE.

MEMBRES INITIAUX DU CONTRAT :

Michel Aglietta (CEPII, FORUM),

Nicolas Meisel (OCDE),

Sabine Montagne (IRIS, Paris IX),

Valérie Rabault (BNP-Paribas),

Yamina Tadjeddine (FORUM-Paris X), responsable de la recherche

Le rapport final a été exclusivement rédigé par Y. Tadjeddine, qui est seule responsable des éventuelles erreurs et qui n'engage que son opinion.

INTRODUCTION :

Le rapport final s'articule autour de deux éléments qui nous ont semblé importants au regard de l'actualité et des problématiques économiques qu'ils portaient : la question de la délégation d'actif, l'attrait de la place luxembourgeoise. Ces deux points étaient déjà présents dans le rapport intermédiaire, mais nous avons souhaité les approfondir, les compléter afin de proposer une analyse précise et argumentée.

Depuis février 2006, date de la remise du rapport intermédiaire, nous avons continué nos recherches, en rencontrant des acteurs de la profession, essentiellement en France. Les présentations du rapport intermédiaire à l'AFG, à l'AMF, dans le cadre de séminaire de recherches, ont été l'occasion de remarques et de critiques qui nous ont permis d'avancer et nous l'espérons d'améliorer notre contribution. Nous tenons à remercier :

- de l'AMF : M. Pansard, M. Grillet-Aubert, M. Oseredczuk et M. Séjourné
- de l'OEE : M. Davydoff
- de l'AFG : M. Pardo, Mme Jasserand
- les participants au séminaire MIF : M. Aglietta, M. Bignon, M. Gobillard, M. Roche, M. Gallanti

L'ambition initiale du rapport était large : il s'agissait de traiter de l'impact de la réglementation sur l'activité de la gestion d'actif en Europe, en nous appuyant sur des entretiens et sur un échantillon de 7 pays européens. Nous avons malheureusement dû revoir à la baisse nos ambitions.

La question de la réglementation est très vaste et un an et demi est une période trop courte pour faire le tour de ce sujet. Surtout, quand les chercheurs concernées ne sont pas des spécialistes de ce domaine. Nous espérons avoir compris un certain nombre des problématiques qui touchent actuellement ce secteur d'activité, en participant notamment aux différents *hearings* organisés par la Commission Européenne, en conversant avec des régulateurs. Mais, la technicité des débats et la multiplicité des axes de questionnement (distribution des produits, les titres éligibles, les différents produits existants, la créativité perpétuelle des fonds –*virtual pooling* par exemple) nous ont imposé de limiter notre propos. Le rapport intermédiaire avait souligné l'importance de l'évolution vers la délégation d'activités au sein de la gestion d'actif européenne, ainsi que l'originalité de la place Luxembourgeoise. Nous avons décidé de nous focaliser sur ces deux thèmes et de les approfondir.

Par ailleurs, nous espérions être introduites auprès des acteurs européens, via l'OEE, l'AFG ou l'AMF. Malheureusement, ces différents contacts n'ont pas abouti. Et, malgré nos tentatives, nos réseaux personnels n'ont pas suffi. Nous sommes conscientes que ce présent rapport ne répond pas aux

engagements initialement conclus entre l'OEE et MINI-PLUS. Toutefois, nous avons mené une recherche que nous espérons intéressante, qui s'appuie sur des lectures –abondantes et, des entretiens réalisés principalement auprès d'acteurs français et d'intervenants luxembourgeois.

Ce rapport final se décompose en trois parties :

- 1) présentation de la gestion d'actif en Europe
- 2) quelles perspectives pour la délégation et l'architecture ouverte
- 3) le succès de la place Luxembourgeoise : une régulation originale, passager clandestin et incubateur d'innovation

En terme d'entretiens, nous avons rencontré :

- en France :

. M. Perdiolat, Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

. M. Cotta, gérant de Allocation & Sélection

. M. Divoux, produits structurés, JP Morgan

. Mme Peillon , anayste buy side, Groupama

. M. Pardo, Association Française de la Gestion Financière

. M. Mougeot, BNP-Paribas

. M. Dambrine, Goldman Sachs Asset Management

. M. Bay, Multiratings

. M. Catala, Groupama

. Mme Thévenet, FundQuest

. M. Masson, Ixis

. M. Burnan,

- au Luxembourg

. M. Wampach, Surveillance Générale, Commission de Surveillance du Secteur Financier

. M. Lockwood et Mme Voss CPA, Franklin Templeton Investments

. Mme Christiaens, Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement

Nous nous sommes aussi rendues aux *Hearings* donnés par la Commission Européenne à Bruxelles le 13 octobre 2005 et du 19 juillet 2006.

1 LA GESTION D'ACTIF EN EUROPE

En 2005, le volume mondial d'actifs mis en portefeuille collectif s'élevait à 4 600 milliards d'euros. Cette somme provient de l'épargne des ménages (retraite, assurance-vie, OPCVM) et des entreprises. Certains investisseurs institutionnels (Assurance, Fonds de pension) reçoivent l'épargne réglementée des ménages et peuvent se charger de leur allocation ou la déléguer à d'autres organismes. L'activité de gestion d'actifs regroupe tous les acteurs intervenants dans la constitution de portefeuilles collectifs : le distributeur qui propose et conseille le détenteur d'épargne (individuel ou institutionnel), le gérant qui conçoit le fonds, le dépositaire qui contrôle la composition des fonds.

Cette première section se propose de dresser un panorama en Europe de ce secteur d'activité particulier. Notre attention se portera exclusivement sur les fonds ouverts au public : les OPCVM. Nous ne parlerons pas (ou peu) de la gestion d'actif dédiée aux investisseurs institutionnels.

1.1 Différentes logiques à l'œuvre

Chaque pays organise différemment la réglementation du secteur de la gestion d'actifs et, par conséquent, la nature et les relations des protagonistes intervenant dans la chaîne d'investissement. On distingue traditionnellement un modèle anglo-américain dans lequel le secteur est constitué de différents métiers assumés par des entités juridiques séparées (architecture *unbundled*). Cette segmentation pose un problème principal, celui de la coordination entre ces acteurs éclatés. Ce problème est théoriquement résolu par les mécanismes de marché, en particulier la concurrence, ainsi que par une réglementation « institutionnelle » (règlements édictés par les autorités de régulation, SEC et FSA) et le recours judiciaire. Ce modèle, défendu par la Commission sous le vocable « architecture ouverte », est conforme aux principes développés par ailleurs dans la construction réglementaire européenne : libre circulation et concurrence. En l'espèce, ce modèle permet actuellement de contester le statu quo des pays où un modèle alternatif s'est historiquement développé : l'Europe Continentale.

Le modèle alternatif, propre à l'Europe Continentale, est celui de grosses structures bancaires intégrées. Les problèmes de coordination y sont moins saillants mais les problèmes de conflits d'intérêts y apparaissent. La sécurité des transactions y est assurée par la réputation des maisons mères auxquelles sont adossées les différentes filiales métiers. Ce modèle est typiquement celui de l'Allemagne et, dans une certaine mesure celui de la France et celui du Luxembourg.

Enfin, il existe un « troisième » modèle si tant est qu'on puisse parler de modèle à propos des constructions *ad hoc* et hétéroclites que constituent les deux places *off shore*, Luxembourg et l'Irlande. D'une part, il n'existe pas un unique modèle Luxembourgeois mais autant de types de pratiques que de nationalités de promoteurs de fonds. En revanche, il existe bien une base minimale réglementaire. D'autre

part, réunir Luxembourg et l'Irlande se justifie moins par un fonctionnement similaire du point de vue des institutions que par l'alliance objective créée par leur situation off shore et le positionnement commun qui en résulte face aux tentatives communautaires pour faire disparaître ces spécificités.

A partir de ces disparités nationales, la Commission européenne tente de construire un espace unifié pour la circulation des produits financiers, au moyen d'une réglementation communautaire. Cette réglementation se constitue à l'aide des concepts organisationnels et juridiques apportés par les différentes expériences nationales, y compris celle des Etats-Unis.

Il n'existe donc pas à proprement parlé de marché unifié européen de la gestion d'actif. Il conviendra donc d'analyser les structures des marchés domestiques. Nous constaterons qu'il existe une très grande diversité, qui s'explique par des considérations économiques (opposition grand pays à forte épargne et fort investissement versus petits pays qui cherchent à attirer des capitaux), des traditions institutionnelles différentes (modèle de banque intégré versus architecture ouverte et marché), des politiques publiques différentes (réglementation tournée vers la protection de l'épargnant, souplesse des règles). Jusqu'à présent, l'industrie de gestion d'actif en Europe s'est constituée comme une juxtaposition de marchés locaux en l'absence d'acteurs trans-nationaux. Des groupes dominants sont malgré tout apparus au niveau national ces dix dernières années. Il semblerait que ces acteurs, à travers des opérations de croissance externe trans-frontalière, visent à présent à constituer des groupes européens. Dans le même temps, l'industrie de gestion d'actif se spécialise en métier et se fragmente. Certaines fonctions sont externalisées.

1.2 La gestion pour compte de tiers, une industrie en pleine institutionnalisation

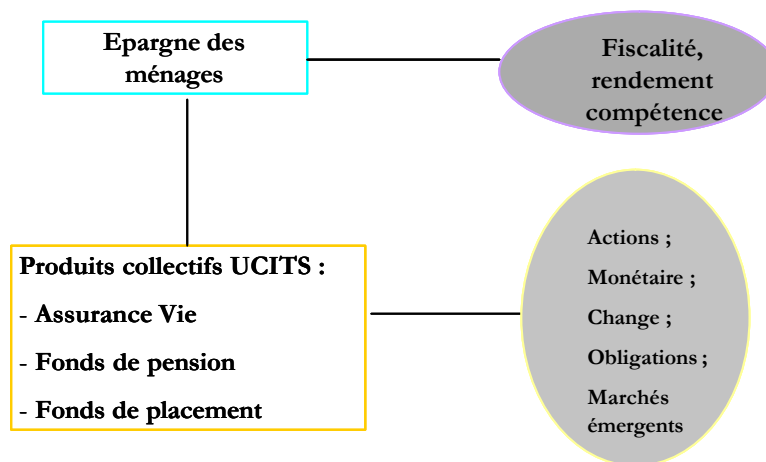
1.2.1 Les fonds UCITS

La gestion pour compte de tiers est une activité somme toute assez récente. Elle s'adresse à l'épargne publique en créant et distribuant des portefeuilles d'actions auprès de souscripteurs qui sont principalement des personnes physiques. Les produits vendus sont des OPCVM qui peuvent être des contrats commerciaux (FCP, Fonds Communs de Placement) ou des sociétés (SICAV, Sociétés d'Investissement à Capital Variable)). Les SICAV sont créées en France 1964 mais elles ne se développeront que dans les années quatre-vingt. La plupart des OPCVM relève de la directive européenne UCITS et sont à ce titre distribuables dans toute l'Union Européenne. Il existe toutefois des OPCVM non UCITS, qui satisfont exclusivement à la réglementation nationale. C'est le cas en France des produits de l'épargne salariale (FCPE), des fonds capital risque (FCPI, FCPR, FIP) ou encore des fonds immobiliers.

Les *hedge funds* ne relèvent pas non plus des UCITS, leur intégration est actuellement en discussion à la Commission. Enfin, pour conclure cette introduction réglementaire, rappelons qu'à côté de la gestion pour compte de tiers existe la gestion sous mandat. Il s'agit alors de gestion discrétionnaire, dédiée à une personne physique ou morale (assurance, entreprise) spécifique. Le gérant mandaté est seul responsable de l'allocation du capital fourni. Notre étude ne s'intéressera pas à ce type de gestion, qui ne s'adresse pas au public.

La gestion pour compte de tiers fournit un service financier consistant à profiter des compétences des gérants en matière d'allocation d'actifs et des rendements d'échelle et de gamme engendrés par la mutualisation de l'épargne individuelle. Ce service est payé par les frais de gestion (frais d'entrée, de sortie d'un fonds). Le service a une obligation de moyen et non de résultat (exceptée pour les produits garantis et les fonds à prestations définies) : la rémunération future est une variable aléatoire, fonction certes des choix judicieux du gérant mais surtout de l'évolution des marchés financiers. Le gérant a une obligation de loyauté, à savoir qu'il doit « agir dans l'intérêt exclusif du porteur. » (Pardo, 2004).

Description du fonctionnement de la gestion de la gestion pour compte de tiers :

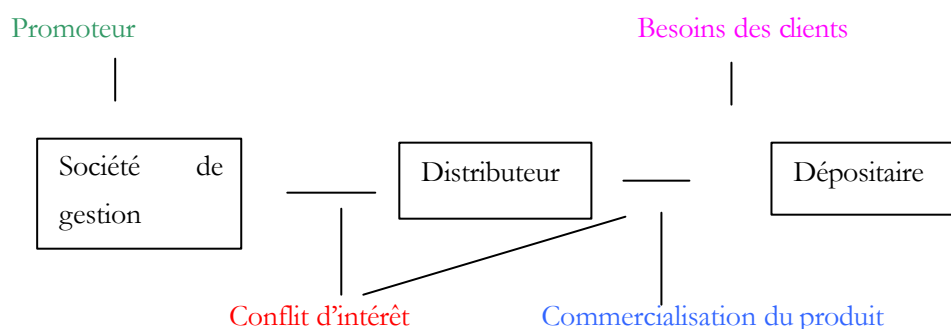


La gestion collective est un intermédiaire financier qui transforme l'épargne individuelle en portefeuille collectif. Son rôle est à comparer à celui de la banque traditionnelle qui changeait les dépôts (qui sont de l'épargne monétaire) en crédit pour financer les besoins d'investissement. A la différence des banques, les fonds collectifs ne créent pas de monnaie : ils allouent l'épargne disponible. De plus, ils interviennent uniquement par le biais d'achat de titres financiers (actions d'entreprises cotées ou non, obligations d'Etat ou d'entreprises, monétaires, part d'autres fonds, produits dérivés). La rentabilité des fonds dépend de l'évolution des prix des titres financiers et des coupons ou dividendes ou intérêts versés contractuellement par les titres détenus. La principale source de profit provient de la variation aléatoire des cours.

1.2.2 Description des différents acteurs de cette industrie

L'industrie de gestion d'actif se décompose en différents métiers. Dans le modèle français et allemand, ces métiers sont réunis dans un même groupe. Aux Etats-Unis et aux Royaume-Uni, ces métiers sont le fait d'entités distinctes. A l'origine de cette chaîne, on trouve le promoteur d'un fonds. Il s'agit de l'entité qui a l'idée de créer un nouveau fonds. Il avancera un capital initial. Il s'adresse à une société de gestion qui propose un portefeuille type répondant aux désirs du promoteur. Ce fonds une fois constitué et enregistré auprès des instances réglementaires¹ (l'Autorité des Marchés Financiers en France) sera distribué aux épargnants. Enfin, afin d'éviter des conflits d'intérêt à l'intérieur de la société de gestion, un dernier acteur intervient dans cette chaîne : le dépositaire. Il s'agit d'une société qui a la responsabilité de conserver les titres acquis par la société de gestion pour le compte des souscripteurs. Elle doit aussi informer les clients. Le rôle de la société de gestion est de la sorte limitée au choix judicieux de titres. Le dépositaire vérifie ensuite que la société de gestion satisfait aux obligations légales² et aux obligations contractuelles du fonds.

Présentation de la chaîne de l'industrie de gestion d'actif :



Cette segmentation des activités est fondée sur le découpage fonctionnel de la filière de production : conception du fonds (promoteur), réalisation du produit (société de gestion), distribution et enfin la garde et le contrôle des positions (dépositaire). Originellement, ces activités étaient assurées par une seule entité, la société de gestion. On assiste aujourd'hui à une autonomisation de ces activités, par la constitution de filiales ou par leur externalisation auprès de structures spécialisées. En France, ces fonctions sont bien souvent des filiales d'un même groupe. C'est le cas notamment des groupes bancaires (Crédit Agricole, BNP-Paribas, Société Générale, Banque postale, Caisse d'Épargne,...). Ainsi, dans le cas de la Société Générale, SGAM (Société Générale Asset Management) assure la fonction de promoteur et de société de gestion. La distribution est confiée pour les ménages au réseau bancaire de la Société

¹ Le fonds est présenté dans un prospectus réglementaire qui décrit les caractéristiques du fonds (obligations, actions,...), les sociétés engagées, les perspectives de performance (indice de référence).

² Ainsi, en France, il existe une obligation de diversification : seulement 10% du capital peut être placé sur un même titre.

Générale. Le promoteur est une filiale spécifique. On observe aujourd'hui un mouvement d'externalisation en Europe (notamment de la fonction dépositaire, le Luxembourg se spécialisant dans cette fonction). *A contrario*, l'externalisation des activités est déjà très forte aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. On parle d'« architecture ouverte » pour qualifier cette organisation de l'industrie en segments distincts d'organisations spécialisées et autonomes. On l'oppose au modèle traditionnel allemand et très présent en France, dit intégré et encadré par les banques.

Un des enjeux important de la construction européenne d'une industrie financière harmonisée réside selon nous dans l'orientation institutionnelle de la réglementation. Un point important de mon étude consistera donc à étudier les conséquences de ce mouvement d'externalisation en terme prudentiel (le risque systémique serait-il accru ? quel impact éventuel sur le marché financier ? sur les produits mis en portefeuille ?). La section suivante propose d'exposer certains faits stylisés sur la gestion d'actif pour compte de tiers en Europe.

1.3 Quelques faits stylisés sur la gestion pour compte de tiers en Europe

Le marché européen est ainsi constitué d'une myriade de marchés locaux. La géographie économique de ce secteur d'activité revêt différents visages suivant le critère retenu. Il est possible de considérer le lieu d'enregistrement des fonds, l'origine des investisseurs, l'identité du distributeur du fonds ou encore la localisation du siège social de la société de gestion. En considérant successivement ces différents critères, nous obtiendrons une première caractérisation géo-économique de cette industrie.

1.3.1 Un panorama général de la gestion pour compte de tiers (UCITS)

1.3.1.1 Répartition des encours³

En septembre 2005, la répartition des encours gérés via des UCITS en Europe était la suivante :

³ Des chiffres plus récents sont désormais disponibles (EFAMA, 2006). Les tendances sont sensiblement les mêmes.

Encours total en septembre 2005	millions €	répartition
Luxembourg	1 423 551	22,45%
France	1 282 000	20,21%
Allemagne	955 888	15,07%
Royaume-Uni	591 444	9,33%
Irlande	543 403	8,57%
Italie	411 606	6,49%
Espagne	268 559	4,23%
Autriche	162 271	2,56%
Belgique	108 618	1,71%
Suisse	104 589	1,65%
Danemark	100 990	1,59%
Suède	100 710	1,59%
Pays-Bas	90 912	1,43%
Finlande	43 555	0,69%
Portugal	35 145	0,55%
Grèce	30 730	0,48%
Norvège	28 751	0,45%
Turquie	18 837	0,30%
Pologne	13 614	0,21%
Liechtenstein	12 467	0,20%
Hongrie	7 207	0,11%
Rép. Tchèque	4 490	0,07%
Slovaquie	2 546	0,04%
TOTAL EUROPE	6 341 883	100,00%

Figure 1 : Répartition des encours en Europe en 2005, 3ème trimestre

Source : EFAMA, données accessibles sur le site de l'AFG, calculs effectués par Y. Tadjeddine

31% des encours gérés en Europe transitent par l'Irlande et le Luxembourg pour des considérations institutionnelles. 69% des encours sont domiciliés pour des considérations macro-économiques. Les places off shore ne drainent pas tous les capitaux européens.

En 2005, six pays gèrent près de 87% des encours en Europe. Si l'on excepte les places off shore, nous retrouvons les grands pays européens qui sont les bassins importants de l'épargne. Il s'agit, par ordre décroissant du Luxembourg (22,45%), de la France (20,21%), de l'Allemagne (15,07%), du Royaume-Uni (9,33%), de l'Irlande (8,57%), de l'Italie (6,49%) et de l'Espagne (4,23%). Ce groupe de tête est le même depuis une dizaine d'années. Seul fait significatif, souligné par le graphe ci-dessous, la montée en puissance de l'Irlande et la perte régulière de l'Allemagne, la Grande-Bretagne, l'Italie et l'Espagne. Ainsi, ces dix dernières années, les grands pays européens à l'exception notable de la France ont perdu des domiciliations au profit des places off shore. Ne nous méprenons pas, ce mouvement d'expatriation concerne la domiciliation ; la société de gestion reste dans le pays d'origine. Ainsi, l'Italie a perdu beaucoup de fonds, toutefois les épargnants italiens continuent à souscrire des fonds italiens, gérés par des sociétés de gestion implantées en Italie mais ces fonds sont enregistrés au Luxembourg. Nous reviendrons sur ce point ci-dessous.

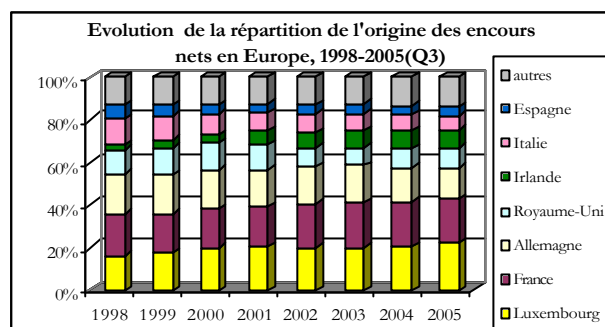


Figure 2 : Evolution de la répartition des encours entre 1998 et 2005

Source : EFAMA, données accessibles sur le site de l'AFG, calculs effectués par Y. Tadjeddine

Nombre de fonds par pays

2005 (3Q)	Nombre de fonds	Ventilation au sein Europe
France	11 593	26,3%
Luxembourg	8 332	18,9%
Allemagne	6 055	13,8%
Irlande	3 683	8,4%
Espagne	2 653	6,0%
Royaume-Uni	2 241	5,1%
Autriche	2 065	4,7%
Belgique	1 452	3,3%
Italie	1 279	2,9%
Danemark	588	1,3%
Suisse	584	1,3%
Pays-Bas	561	1,3%
Suède	502	1,1%
Finlande	411	0,9%
Norvège	400	0,9%
Portugal	312	0,7%
Turquie	301	0,7%
Grèce	276	0,6%
Liechtenstein	251	0,6%
Pologne	172	0,4%
Hongrie	128	0,3%
Slovaquie	101	0,2%
Rép. Tchèque	65	0,1%
TOTAL	44 005	100,0%

Figure 3 : Répartition des fonds en Europe au troisième trimestre 2005

Source : EFAMA, données accessibles sur le site de l'AFG, calculs effectués par Y. Tadjeddine

La France reste le pays qui domicilie le plus de fonds en Europe. Mais, les fonds français ont des encours moyens plus faibles. Les pays qui ont opté pour les fonds de pension (Suède, Danemark, Pays Bas, Royaume-Uni) présentent un encours moyen plus important. Ainsi, l'adoption de retraite par capitalisation modifie la structure de la gestion d'actif.

2005 (3Q)	Taille moyenne des fonds millions €	2005 (3Q)	Taille moyenne des fonds millions €
Italie	322	Finlande	106
Royaume-Uni	264	Espagne	101
Suède	201	Pologne	79
Suisse	179	Autriche	79
Danemark	172	Belgique	75
Luxembourg	171	Norvège	72
Pays-Bas	162	Rép. Tchèque	69
Allemagne	158	Turquie	63
Irlande	148	Hongrie	56
Portugal	113	Liechtenstein	50
Grèce	111	Slovaquie	25
France	111	Taille moyenne	144

Figure 4 : Taille moyenne des fonds en Europe en 2005

Source : EFAMA, données accessibles sur le site de l'AFG, calculs effectués par Y. Tadjeddine

Quels sont les éléments influençant la taille nationale d'un fonds ?

- *les caractéristiques économiques locales* :
 - ✓ le bassin d'épargne (pyramide des âges, taux d'épargne, préférences individuelles),
 - ✓ la structure financière (plus un marché est grand et liquide, plus le couple rendement/risque est attractif permettant une diversification optimale. Ainsi, le marché américain est plus large que les marchés européens, ce qui explique en partie que les encours des fonds américains soient plus importants que ceux observés en Europe),
 - ✓ la politique publique en matière d'épargne publique. L'Etat oriente le placement de l'épargne publique à travers les dispositifs fiscaux et réglementaires.
- *la présence ou non de fonds de pension* : les fonds de pension sont constitués d'épargne bloquée, à la différence des autres supports (Assurance Vie ou fonds de placement). Ils sont de facto plus gros structurellement. On observe aussi des différences suivant qu'il s'agit de fonds à prestations ou cotisations définies.

1.3.2 Le lieu de domiciliation des fonds

Chaque fonds destiné au public doit être enregistré auprès d'une autorité publique avant d'être distribué. Le lieu de domiciliation détermine les obligations fiscales et réglementaires impliquant les différents acteurs (du promoteur au souscripteur) devront se conformer. Le fonds peut être soit domicilié localement (là où les souscripteurs, la société de gestion résident), soit en *off-shore* (dans une place dédiée à la domiciliation).

1.3.2.1 Domiciliation locale ou off shore

Le Luxembourg et l'Irlande constituent des pôles de domiciliation pour des fonds originaire d'autres pays. Quelle est cette part ? Tous les pays expatrient-ils des fonds ?

Identité des fonds enregistrés en off shore

La CSSF, organe de surveillance des marchés financiers au Luxembourg a établi le classement suivant :

Pays promoteur 2005	encours domicilié au Luxembourg (milliards €)	%
Suisse	298,061	19,5
Etats-Unis	288,178	18,9
Allemagne	257,118	16,9
Italie	163,132	10,7
Belgique	137,536	9
Royaume-Uni	135,929	8,9
France	97,353	6,4
Pays-Bas	39,774	2,6
Japon	28,107	1,8
Suède	24,365	1,6
Autre	55,655	3,7
Total	1 525,21	100

Figure 4 : Origine des promoteurs de fonds domiciliés au Luxembourg en 2005

Source : CSSF, décembre 2005⁴

Les fonds enregistrés au Luxembourg viennent principalement de trois pays (ils représentent 55,3% des encours) de la Suisse, des Etats-Unis et de l'Allemagne.

Nous observons deux types de pays : ceux qui appartiennent à l'UE et ceux qui en sont extérieurs à l'UE. Pour le deuxième groupe (Suisse, Etats-Unis, Japon), la domiciliation au Luxembourg permet la commercialisation du fonds au sein de l'Europe et du monde puisque certains pays, comme Hong Kong ou Taiwan reconnaissent les fonds UCITS. Pour les pays membres de l'UE, la domiciliation au Luxembourg peut résulter des raisons précédentes auxquelles il faut rajouter des considérations fiscales et réglementaires. Nous retrouvons l'argument de la proximité géographique (Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas). Enfin, la France et le Royaume-Uni domicilient une part relativement faible de fonds au Luxembourg. Nous reviendrons dans la troisième partie de cette question les raisons du succès de la place luxembourgeoise.

Nous disposons de l'origine des fonds domiciliés en Irlande pour l'année 2002. Les trois principaux pays (48,7% des encours) sont les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Les places *off-shore* sont donc le lieu d'implantation des sociétés américaines et des institutions allemandes. L'Irlande constitue le lieu d'expatriation des fonds gérés par le Royaume-Uni.

⁴ La CSSF propose des statistiques mensuelles ; la répartition au 30/09/2006 était sensiblement la même, seul changement le Royaume-Uni avec 9,9% passe devant la Belgique (9%), les volumes d'encours étant de 1 652,126 milliards d'euros..

Nous retrouvons des pays non-membres de l'UE (Etats-Unis et Afrique Sud) qui pour des raisons économiques mais aussi culturelles (langue identique) ont préféré l'implantation en Irlande. Les promoteurs anglais privilégient la place irlandaise pour des raisons de proximité évidente.

Pays promoteur 2002	encours domicilié en Irlande (milliards €)	%
Etats-Unis	61,74	24,5
Royaume-Uni	39,312	15,6
Allemagne	21,672	8,6
Italie	8,568	3,4
Afrique du Sud	3,78	1,5
autres	116,928	46,4
Total	252	100

Figure 5 : Origine des promoteurs de fonds domiciliés en Irlande, 2002

Source : European Fund Market Yearbook 2002

Qui s'expatrie ?

A travers la présentation des fonds domiciliés dans les places off shore, nous avons vu se dessiner une nouvelle physionomie de la géographie européenne de la gestion d'actif. Certains pays, l'Allemagne et l'Italie, sont plus engagés que d'autres dans l'expatriation de leurs fonds⁵. Il importe donc d'analyser pays par pays les volumes d'OPCVM nationaux domiciliés off shore :

Domiciliation des fonds gérés par des promoteurs nationaux

	volume géré fin 2004 (milliards €)	% de fonds domiciliés off shore	taux de croissance encours 2004 (%)	croissance encours off shore en 2004 (%)	croissance encours locaux en 2004 (%)
Suisse	289	75,43%	0	0	-2
Allemagne	380	40,79%	6	17	0
Belgique	145	35,86%	10	6	11
Italie	521	27,83%	1	18	-4
Suède	109	26,61%	16	19	15
France	1 040	3,17%	11	8	11
Total	2 483	25,49%	7	10	6

Figure 6 : OPCVM nationaux domiciliés à l'étranger en 2004

Source : EFAMA, septembre 2005, tableau et calcul par Y. Tadjeddine

La France constitue là encore un modèle particulier au sein de l'Europe : seul 3,17% des fonds nationaux sont domiciliés *off shore*. On pourrait croire qu'il s'agit là d'une tendance naturelle des grands pays. Or, les autres grands pays (Allemagne, Italie) présentent un visage radicalement différent : leurs fonds sont de plus en plus domiciliés à l'étranger. Dans le cas de la France, il nous a été rapporté que les fonds français domiciliés *off shore* (Irlande, Jersey, Guernesey) concernent principalement des produits alternatifs (hedge

⁵ Nous reviendrons dans la troisième partie sur les raisons historiques de l'installation des banques allemandes au Luxembourg. L'expatriation s'explique pour des motifs d'évitement de mesures réglementaires et fiscales.

funds) ou des fonds profilés pour des investisseurs institutionnels visant à éviter des pressions fiscales (dividendes). L'installation au Luxembourg est plus complexe car elle s'explique aussi par une législation plus souple et plus flexible, autorisant plus rapidement que les autres places la mise en circulation des nouveaux produits créés ou voulus par les institutions financières⁶.

La domiciliation des fonds nous a apporté deux faits stylisés importants :

- la bi-polarisation de la domiciliation des fonds à travers l'opposition de deux logiques macro-économique/institutionnelles. Ce n'est parce que les pays sont grands qu'ils domicilent localement comme le montre l'opposition du recours aux places off-shore entre la France et l'Allemagne.
- Le Luxembourg ne se limite pas à un havre fiscal ; il s'inscrit dans une logique industrielle en cherchant à maintenir sa position de place financière européenne en proposant des services financiers répondant aux besoins de l'activité de gestion d'actifs.

1.4 Marché harmonisé ou champions nationaux

Le processus de concentration est engagé depuis une quinzaine d'année en Europe dans le secteur de la banque, de la finance et de l'assurance. Toutefois, de nombreux travaux estiment ce processus insuffisamment engagé sur le secteur de la gestion d'actif. La rationalisation du nombre de société pourrait selon les calculs d'INVECO induire des gains de 2 à 6 milliards d'euros et accroître les rendements des fonds (en réduisant les charges) de 5 à 15 points de base.

1.4.1 Un marché de la gestion d'actif très fragmenté en Europe

Les cinq plus grosses sociétés de gestion européennes ne contrôlaient en 2004 que 17% du marché européen de la gestion d'actif. Le marché européen reste très fragmenté, il n'existe pas de leader européen comme l'indique le tableau suivant :

2004	part des encours gérés en Europe par
les 5 plus grosses sociétés de gestion	17%
5 - 15 plus grosses sociétés de gestion	20%
15 - 30 plus grosses sociétés de gestion	18%
30 - 60 plus grosses sociétés de gestion	13%
le reste	32%

Figure 7: Fragmentation du marché Européen

Source : Données FERIFMI 2004, repris dans le rapport INVECO 2005, p. 28

⁶ Ce point sera abordé en détail dans la troisième partie.

Aucun groupe européen n'exerce aujourd'hui un rôle prépondérant au niveau du marché européen. Pour autant, il ne faudrait pas conclure que le marché européen est concurrentiel. Il est en fait composé de marchés locaux fortement concentrés.

1.4.2 *Des champions nationaux*

A l'échelle nationale, on observe la coexistence de marché significativement concentré et de marché plus fragmenté (Royaume-Uni et Luxembourg). Les petits pays européens (Belgique, Pologne, Danemark, Finlande, Grèce, Norvège) et la Suisse sont les plus concentrés. La France s'avère certes très concentrée mais elle est bien en deçà de la moyenne européenne (moyenne de 72,5% de part de marché pour les 5 meilleurs au niveau de l'Europe, contre 45% pour la France)⁷. Toutefois, comme le souligne la rapport 2005 sur la gestion d'actif pour compte de tiers publié par l'AMF, le mouvement de concentration s'accroît d'année en année.

Le tableau ci-dessous précise pour les pays que nous étudions les niveaux de concentration et les groupes les plus importants :

pays	Identité des Sociétés de gestion gérants les 5 plus gros encours	encours sous gestion (millions €)	Part de chaque groupe / encours total du pays	% détenu par les 5 plus grosses sociétés de gestion
Allemagne	DWS	83 910,6	20,11%	68,4
	Deka	71 844,2	17,21%	
	Union	60 002,6	14,38%	
	DIT (Dresdner)	45 298,1	10,85%	
	ADIG	24 418,7	5,85%	
Italie	Sanpaolo IMI	99 172,0	19,41%	63,2
	Intesa BCI	95 789,3	18,75%	
	Unicredito	71 380,1	13,97%	
	Acra	31 619,3	6,19%	
	Banca di Roma	24 974,3	4,89%	
France	CDC/Caisses d'Epargne/La poste	76 700,0	11,73%	49,3
	Société Générale	75 700,0	11,58%	
	Crédit Agricole	64 400,0	9,85%	
	BNP paribas	61 200,0	9,36%	
	Crédit Lyonnais	44 400,0	6,79%	
Luxembourg	UBS	88 687,6	9,55%	26,7
	JP Morgan	49 749,7	5,36%	
	Crédit Suisse	48 998,2	5,28%	
	DGZ-DEKA	33 228,1	3,58%	
	Fortis	27 308,7	2,94%	
Royaume-Uni	Fidelity	27 940,2	7,24%	26,4
	Invesco	20 714,3	5,36%	
	Threadneedle	18 225,9	4,72%	
	M&G	17 941,5	4,65%	
	Schroder	17 129,9	4,44%	

Figure 8 : Concentration en Europe en 2002

Source : données FERI Fund Market yearbook 2002, tableau réalisé par Y. Tadjeddine

⁷ Source : Rapport Invseco 2005, données de FERI-FMI

Pour le Royaume-Uni et le Luxembourg, les plus importantes sociétés de gestion sont étrangères, des banques européennes ou américaines pour le Luxembourg, des sociétés de gestion américaines pour le Royaume-Uni.

Si le marché européen reste encore très fragmenté, on note malgré tout une tendance structurelle à la concentration des groupes financiers tant au niveau national que paneuropéen.

1.4.3 Des opérations de fusion au sein des institutions financières

Selon le rapport KPMG [2004], 50% des fusions et acquisitions réalisées en Europe en 2004 relevaient de logique locale, 20% d'opérations paneuropéennes. Les opérations de fusion et acquisition sont nombreuses. Nous avons tenté de recenser les opérations réalisées en 2004 et 2005, sur la base de la lecture de revues spécialisées et du rapport KPMG 2004.

année	acheteur	Pays	Société mère	Type organisation	cible	Pays	Type organisation
2003	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	Merrill Lynch	Allemagne	Banque privée
2003	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	Llyods Bank SA	France	Banque privée
2004	Commerzbank AG	Allemagne	Banque	Banque	Schmidtbank AG-Retail Bs	Allemagne	Banque
2004	Deutsche AM Group Ltd	Allemagne	Société de gestion	Société de gestion	Deutsche Investment Trust	Allemagne	Société de gestion
2004	Investor Group	Canada	Société de gestion	Société de gestion	Iris Capital Management	France	Capital Risque
2004	Investor Group	Canada	Société de gestion	Société de gestion	Aberdeen AM Plc	Royaume-Uni	Société de gestion
2004	Investor Group	Canada	Société de gestion	Société de gestion	Cabot Financial (Europe) Ltd	Royaume-Uni	Intermédiaire
2004	Santander Central Hispano	Espagne	Banque	Banque	Abbey National	Royaume-Uni	Banque
2004	Goldman Sachs AM	Etats-Unis	Banque	Banque	Socété Générale SA-Funds	France	Société de gestion
2004	JP Morgan Chase	Etats-Unis	Société de gestion	Société de gestion	Highbridge Capital Management	Etats-Unis	Hedge Fund
2004	Mellon Financial Corporation	Etats-Unis	Société de gestion	Société de gestion	Pareto Partners	Etats-Unis	Capital Risque
2004	State Street Bank Europe Ltd	Etats-Unis	Intermédiaire	Intermédiaire	Mediolanum Sate Street SGR	Italie	Fonds de fonds
2004	BNP Paribas AM	France	Banque	Banque	ZCM inc (Javelin FoHF)	Suisse/ US	Hedge Fund
2004	SGAM	France	Banque	Banque	Resona Asset Management	Japon	Société de gestion
2004	Banco Espirito Santo	Portugal	Banque	Banque	Lusogest, Lusopensiones	Portugal	Société de gestion
2004	Englefield Capital LLP	Royaume-Uni	Société de gestion	Société de gestion	Zephyr Investments Ltd	Royaume-Uni	Société de gestion
2004	ISIS AM Plc	Royaume-Uni	Société de gestion	Société de gestion	F&C Group (Holdings) Ltd	Royaume-Uni	Société de gestion
2004	Veritas AM	Royaume-Uni	Société de gestion	Société de gestion	The Real Return Co. Ltd	Royaume-Uni	Société de gestion
2004	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	Scott Goodman Harris Ltd	Royaume-Uni	Intermédiaire
2004	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	Sauerborn Trust	Allemagne	Société de gestion
2004	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	American Express	Luxembourg	Banque privée
2004	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	Laing&Cruicdshank	Royaume-Uni	Gestion de fortune
2005	AXA IM	France	Assurance	Assurance	Framlington	Royaume-Uni	Société de gestion
2005	BNP Paribas	France	Banque	Banque	Fund Quest	Etats-Unis	Plateforme
2005	Oddo et Cie	France	Société de gestion	Société de gestion	Cyril Finance	France	Société de gestion
2005	BNP Paribas	France	Banque	Banque	JP Morgan Fleming	France	Société de gestion
2005	Crédit Agricole	France	Banque	Banque	Banca Intesta AM	Italie	Société de gestion
2005	Unicredit	Italie	Banque	Banque	HVB	Allemagne	Banque
2005	Aberdeen	Royaume-Uni	Société de gestion	Société de gestion	Deutsche Bank filiale AM Roy. Uni	Royaume-Uni	Société de gestion
2005	UBS AG	Suisse	Banque	Banque	Elia Sim	Italie	Intermédiaire
2005	Julius Baer	Suisse	Banque	Banque	UBS banque privée	Suisse	Banque
2006*	BNP Paribas	France	Banque	Banque	Banco Nazionale del Lavoro	Italie	Banque

Figure 9 : Opérations de fusion et acquisition réalisées en Europe en 2004 et 2005

Source : sites, revues spécialisées, KPMG 2004, tableau réalisé par les auteurs

A la lecture de ce tableau, nous pouvons constater les éléments suivants :

- le secteur est très actif en matière d'opération de fusion acquisition ; les acteurs sont principalement européens ou américains ;
- ses opérations sont principalement le fait de banque ;

- les groupes cherchent à croître en procédant par croissance externe sur des secteurs où ils sont absents (*hedge fund*, fonds de fonds, pour pénétrer de nouveaux marchés) ou pour pénétrer de nouveaux pays ;
- **UBS**, le numéro 1 mondial de la gestion de fortune, après une croissance de type conglomérale a opéré une stratégie de repli sur son métier de gestion d'actif. Il initie ainsi une nouvelle stratégie en ne disposant plus que d'une seule marque pour tous ses produits⁸.

Ce mouvement de fusion et acquisition a deux objectifs : renforcer les groupes nationaux ou créer des acteurs trans-européens.

Constitution de groupes financiers nationaux

Les banques sont devenues les «supermarchés de la finance» en Europe, en proposant à travers leurs différentes filiales tous les services, les produits répondant aux besoins de financement et d'épargne de leur client. Ainsi, le modèle de banque conglomérale réunissant les fonctions traditionnelles de banque, d'assurance, de société de gestion se développe. C'est notamment le cas de **Dresner Bank Group**, **Groupe Crédit Agricole**, **Groupe BNP Paribas**.

Opérations transfrontalières

De plus en plus de fusions acquisitions opérées par des groupes nationaux ont pour finalité de constituer un groupe à l'échelle européenne. C'est le cas notamment du rachat de **Banca Intesta** par **Crédit Agricole** ou d'**Abbey National** par le **Groupe Santander**, ou encore par la fusion d'**Unicredit** et de **HVB**. Ce mouvement devrait s'intensifier dans les prochaines années.

1.4.4 Les éléments qui poussent à la concentration

Quels sont les facteurs qui poussent les groupes à croître par croissance externe ?

Etre gros pour acquérir des compétences

Certaines fusions récentes visent à compléter les métiers des groupes, en rachetant par exemple des *hedge funds* (la filiale américaine de **ZMC** rachetée par **BNP Paribas** en 2004), des sociétés spécialisées en capital risque (**Iris Capital** racheté par **Investor Group**) ou des intermédiaires (**Scott Goodman Harris Ltd** par **USB**).

Un grand groupe acquiert une réputation et une surface financière qui lui permet de nouer des partenariats avec des acteurs performants de la chaîne (intermédiaires, *sell side*, plateforme de gestion, services *middle* et *back office*). C'est ce que en substance déclarait A. Clot, PDG de SGAM lors d'une interview pour Option Finance (02/01/2006) :

⁸ Cf Les échos 06/09/2005

« - SGAM a noué en 1997 un partenariat avec Franck Russel dans le domaine de la multigestion. Cette dernière présente-t-elle toujours des perspectives de développement ?

[...] C'est un vrai service, qui va continuer à se développer. Elle permet en outre d'avoir accès aux meilleurs produits, qui sont tellement demandés que seuls les joueurs très solides et très gros, à engagement de très long terme, peuvent y accéder. Il est par exemple très difficile actuellement d'entrer dans les meilleurs *hedge funds*, qui ne travaillent qu'avec des institutions mondiales. [...]

- Quels sont les enjeux du métier de la gestion d'actifs dans les années qui viennent ?

[...] l'investisseur veut non seulement une performance absolue élevée, mais également des indicateurs de pérennité de cette performance. La qualité de la société de gestion, sa surface financière, sa gestion du risque, son *reporting*... rentrent désormais en ligne de compte dans son choix. Or ceux-ci supposent des investissements humains et techniques énormes, que seuls les grands établissements ont les moyens de financer. Ces contraintes expliquent que le chiffre d'affaires dans ce domaine soit actuellement en train de se concentrer chez les acteurs importants. »

La taille permet donc d'acquérir les compétences clés du marché. Elle permet aussi de bénéficier d'économie d'échelles substantielles.

Recherche d'économie d'échelles

Mutualiser les coûts fixes liés l'activité de gestion d'actif

D. Negiar et A. Hoyos Gomez, membres de KPMG, exposent dans le numéro 79 de la REF les économies d'échelle qui peuvent motiver la concentration. Les coûts fixes dans l'industrie de gestion d'actif représenteraient 30% des frais totaux. En se concentrant, les frais fixes pourraient être mutualisés et par voie de conséquence, les coûts marginaux liés à l'activité réduits. Quels sont ces frais fixes :

- la distribution : publicité, communication, connaissance du client (privé ou institutionnel), relation clientèle
- la gestion de portefeuille : recherche, *buy side*, ingénierie financière, *middle office*
- la conservation des titres : dépositaire, suivi des opérations

Constituer des fonds plus importants au sein de groupe internationaux

La concentration trans-européenne vise aussi à constituer des fonds avec des encours sous gestion plus importants, permettant d'amortir les frais fixes sur un plus grand nombre de souscripteurs, en réduisant ainsi les frais pour les clients. La France est en premier lieu concerné, la taille moyenne des fonds étant particulièrement faible, notamment du fait du nombre important de fonds profilés.

Une solution pourrait être, à l'instar de ce qui existe aux Etats-Unis, de construire un fonds unique qui soit proposé à des clients différents (réseau, institutionnel, individuel) à des tarifs différents,

tenant compte des montants de capitaux respectifs. Ainsi, chez **Franklin Templeton**, il existe deux types de tarification : pour les institutionnels et pour les clients du réseau bancaire⁹.

Stratégie commerciale : répondre aux attentes des clients

Une étude menée par le Boston Consulting Group en 2004¹⁰ révèle que la décision de souscrire à un fonds dépend plus du savoir faire d'ensemble de la société que de la performance individuelle du fonds. Il existerait une corrélation significative entre la collecte individuelle d'un fonds et la proportion de fonds performants gérés par l'ensemble de la société de gestion concernée. La décision de souscrire à un fonds serait étroitement liée à la réputation de la société de gestion. Ainsi, un fonds performant isolé dans une gamme médiocre ne constituerait pas un élément attractif. Cette même étude montrait que les souscripteurs seraient sensibles au renouvellement de la gamme des fonds. Ces deux éléments de nature commerciale incitent à la concentration. En effet, plus une société est grande, plus elle proposera une gamme étendue et elle pourra aussi de lancer dans de nouveaux produits.

Pour l'heure en Europe, ce sont principalement des grands groupes qui se sont lancés dans des plateformes multi-gestion visant à proposer une gamme large de produits à leur client (individuel et institutionnel). Ces produits sont principalement des produits maisons (locaux et internationaux), mais ils incorporent aussi des fonds externes. Le rachat de **Fund Quest** par **BNP-Paribas** en juin 2005 a ainsi pour but de créer une plate-forme mondiale unique de sélection des fonds pour la Clientèle institutionnelle¹¹. **Crédit Agricole** en créant Casam a la même ambition¹², Natexis-Banques Populaires avec la création en 2003 d'Axeltis ou encore AllFunds, la plateforme commune du Grupo Santander et de la banque italienne San Paolo¹³.

Stratégie de distribution au niveau européen

Une dernière motivation à la croissance externe a trait au désir de développement des activités en Europe. Deux stratégies sont possibles :

- Décider d'une implantation locale en créant une société de gestion nationale ;
- Opter pour un partenariat de distribution avec une société locale.

⁹ Entretien réalisé par nous le 25/01/2006 à Luxembourg.

¹⁰ Cf La tribune 03/01/2006

¹¹ Cf Les échos 29/06/2005, site BNP-Paribas

¹² Cf Option Finance 03/10/2005

¹³ Cf S. Balal, 2005, « Architectures ouvertes en Europe, une tendance de fonds », Gestion Privée Magazine, n°1, septembre, p. 48-51

S. L'Herminier, 2005, « L'architecture ouverte transforme les métiers de la gestion d'actifs », Asset Management, janvier, p. 34-38

La première stratégie peut procéder soit par création de filiale soit par rachat d'une structure existante. Il nous semble que les groupes ont d'abord cherché à implanter des filiales (c'est le cas notamment des groupes américains et britanniques). Le marché s'étant avéré très peu concurrentiel, avec des clientèle captive, cette stratégie s'est avérée un relatif échec. Désormais, les groupes qui souhaitent vendre leur fonds dans d'autres pays européens optent pour le rachat de structures existantes. C'est le cas récent du **Crédit Agricole** en Italie.

La seconde stratégie passe par un accord de partenariat de distribution. La plupart du temps les fonds sont domiciliés au Luxembourg et sont facilement commercialisables en Europe et dans le monde. C'est la stratégie actuelle des sociétés de gestion américaine (**JP Morgan AM, Merrill Lynch, Pioneer Investments**). Ainsi, **Pioneer Investments** a passé en juillet 2005 un accord de distribution avec BancoBest, réseau bancaire appartenant à **Banco Espirito Santo**, la troisième banque du Portugal¹⁴.

Rationalisation de l'activité à l'intérieur du groupe

Toutefois, cette vague de fusion-acquisition conduit à l'existence de grosses structures dont il convient de rationaliser l'activité à l'échelle européenne voire mondiale. C'est déjà le cas pour les groupes américains. Pour **Franklin Templeton**, B. Lockwood nous a expliqué que le groupe avait des analystes financiers locaux, mais toute l'activité de gestion est orchestrée depuis un bureau unique aux Etats-Unis¹⁵. Ce modèle devrait se développer en France, engendrant vraisemblablement des licenciements. **HSBC** a annoncé en janvier 2006 une réorganisation de la gestion d'actif avec la création de trois entités : HSBC Investments (186 milliards d'encours sous gestion, filiale dédiée à la gestion d'actif standardisé, fonds monétaires et obligataires et à la multigestion), HSBC HalbesPartners (86,4 milliards € d'encours, dédiée à la gestion fondamentale), Sinopia AM (19,5 milliards € d'encours, issue du CCF, s'occupant plus de gestion quantitative). C. Grande, responsable marketing institutionnel chez HSBC expliquait :

« L'intégralité du besoin du client sera confrontée à l'intégralité de notre offre, aboutissant à une solution d'investissement multimarque. Nous continuerons à développer, pour chaque société de gestion un marketing différencié afin de mettre en avant les spécificités de leurs styles de gestion ».

De nombreux facteurs économiques justifient la tendance à la concentration au sein de l'industrie gestion d'actif. Toutefois, une tendance nouvelle a émergé ces dernières années de fragmentation de ce métier. Ce point sera étudié dans la seconde partie de ce rapport.

¹⁴ Cf La Tribune 19/07/2005

¹⁵ Entretien réalisé par nous le 25/01/2006 à Luxembourg.

1.4.5 Le marché français en 2005

Le marché français à la fin septembre 2005 présentait la situation suivante :

enseigne commerciale	Part de marché (en %)	nombre d'OPCVM	encours (en milliards €)	rang (encours)	encours moyen (en millions €)	souscription nette en 2004 (en milliards €)
Crédit Agricole AM	16,95	423	136,4	1	322,46	9,6
BNP Paribas	8,02	193	64,5	2	334,20	3,1
Société Générale	7,45	274	60	3	218,98	2,5
Natexis Banques Populaires	5,99	154	48,2	4	312,99	6,2
HSBC	3,44	231	27,7	6	119,91	1,5
CIC	3,13	97	25,1	8	258,76	1,7
Axa	2,91	114	23,4	9	205,26	1,9
Aviva France	2,4	58	19,3	11	332,76	3,1
AGF	2,34	102	18,8	12	184,31	1,4
Fortis Banque France	1,39	67	11,2	18	167,16	2,1
Banque d'Orsay	1,36	20	11	19	550,00	2,7
Dexia	1,21	48	9,7	23	202,08	2,6
BFT	1,16	55	9,3	24	169,09	1,4
Oddo & Cie	0,87	45	7	26	155,56	1,6
Richelieu Finance	0,43	5	3,5	39	700,00	1,4
Total 15 enseignes	59,05	1 886,0	475,1		251,91	42,8
Autres enseignes	40,95	5 938,0	692,5		116,62	50,8
Total France	100	7 824,0	1 167,6		149,23	93,6

Figure 10: Les principales enseignes commerciales en 2005 en France

Source : données Europerformance AGEFI Hebdo 21/10/2005, données FEFSI (Y. Tadjeddine)

Le principal acteur du marché est le Crédit Agricole AM qui regroupe les activités de gestion d'actif du Crédit Agricole et du Crédit Lyonnais. Si l'on ajoute la Banque de financement et de trésorerie, filiale à 100% du Crédit Agricole, ce groupe représente plus de 18% du marché français dont il est assurément l'acteur dominant. Nous retrouvons ensuite les grandes banques françaises (BNP Paribas, Société Générale et Natexis Banques Populaires, CIC), européennes (HSBC, Fortis Banque France, Dexia, Banque d'Orsay – filiale du groupe allemand West LB), les assurances (Aviva, Axa, AGF). Nous notons aussi la présence de sociétés de gestion indépendante (Oddo et Compagnie, Richelieu Finance) qui ont su attirer des nouveaux souscripteurs. Les encours moyens des fonds émis par ces sociétés indépendantes sont plus élevés : ils proposent moins de fonds et ils ont généralement une gamme moindre de fonds.

Le marché européen se caractérise par des champions nationaux, certains comme le Crédit Agricole en France, ayant une position dominante. Ainsi, le processus d'harmonisation européenne pourrait se réaliser via ces organisations trans-européennes qui pourraient distribuer des fonds nationaux en Europe et à terme constituer des fonds européens, composés de fonds locaux. Ainsi, la constitution d'un marché unique pourrait émerger par la dynamique propre des acteurs et non uniquement par l'adoption de cadre réglementaire unifié.

2 LA DELEGATION

La délégation est un acte économique, financier et juridique visant à faire appel à une compétence extérieure pour la prise en charge d'une activité. Les fonctions de dépositaire, d'administration du fonds ont depuis longtemps déjà été déléguées à des filiales ou des sociétés indépendantes du promoteur. A présent, la délégation concerne aussi le cœur du métier de la gestion d'actif : la constitution du fonds. On parle de délégation de gestion. Un article des Echos (29/05/2006) rapportait une estimation faite par le cabinet de Conseil Image et Finance selon laquelle la gestion déléguée représenterait 145 milliards d'euros en France (122 milliards d'euros plus les actifs du FRR). La gestion déléguée concerne surtout les investisseurs institutionnels. Toutefois, à travers la souscription à des fonds de fonds, les ménages s'avèrent eux aussi concernés par ce mouvement. Il nous a semblé intéressant d'analyser les enjeux de cette évolution afin de comprendre comment cela modifierait non seulement l'organisation de l'activité mais encore la régulation prudentielle.

2.1 Les stratégies de délégation

La délégation de gestion peut prendre différentes formes :

- mandat de gestion : la société délègue la gestion d'une partie de son épargne ;
- référencement d'un fonds : une société propose un fonds tiers à ses clients ;
- constitution d'un fonds de fonds : la multi-gestion vise à sélectionner les fonds performants, externes et internes, en vue de créer un nouveau fonds
- partenariat de gestion : accord d'exclusivité avec un gérant afin de mettre en commun les compétences (analyse, outils quantitatifs) en vue de la constitution d'un fonds qui pourra être géré en interne ou externe.

La réglementation sur la délégation se met actuellement en place ; seul le mandat fait l'objet d'une réglementation claire.

Cette première section s'attachera à décrire la stratégie de délégation, ses raisons et ses conséquences.

2.1.1 Pourquoi déléguer?

La délégation s'explique tout d'abord par l'impossibilité pour certaines sociétés de gestion d'accéder au public en raison de barrières à l'entrée sur la distribution. Il peut s'agir ensuite de stratégie commerciale.

2.1.1.1 Une distribution contrôlée par les banques

Deux modèles co-existent en Europe. Dans le premier, la distribution des produits de la gestion d'actif est contrôlée par les banques à travers leur réseau bancaire ; dans le second, la distribution est assurée par des structures indépendantes dédiées à la gestion d'actif.

Une domination du modèle de distribution via les banques

en 2001, en %	banque	assurance et fonds de pension	gestionnaire indépendant
Allemagne	77,6	22,4	0
Espagne	94	4,7	1,3
France	82	15,3	2,7
Italie	90,7	9	0,3
Royaume Uni	46,7	51,1	2,2

Figure 11 : Décomposition effective de l'intermédiation financière

Source : Boutillier, Pansard, Quéron [2003]

Le tableau ci-dessus, même s'il est un peu ancien et parcellaire nous informe sur la place prépondérante des banques dans l'intermédiation financière. Les banques contrôlent la distribution des fonds en Espagne, en Italie, en France et en Allemagne. Le Royaume-Uni constitue un cas à part du fait de l'importance des fonds de pension dont les encours sont gérés par des structures dédiées. Les fonds sont majoritairement distribués par les banques. Selon le cabinet KPMG en 2004 en Europe, 80% des produits financiers étaient distribués par les banques. Les gestionnaires indépendants jouent un rôle négligeable dans la distribution, excepté dans le Royaume-Uni.

type organisation	Espagne	Italie	France	Allemagne	Royaume-Uni	Etats-Unis
Banque	90	85	82	67	25	
Assurance	3		9	13		
Courtiers						39
Société de gestion	1	2	4	7	20	10
Autres intermédiaires	6	13	5	13	19	19
Supermarché						32
Multi-tied IFAs advisers					36	
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Figure 12: Répartition des distributeurs par pays en % en 2003

Source : étude BCG 2003, reprise dans la revue d'économie financière n°79, p. 215

Les supermarchés des fonds, institution dédiée à la gestion d'actif, proposant des produits divers à des épargnants, relèvent plus de l'anecdote en Europe et ne semblent aucunement constitués pour l'instant une alternative sérieuse à la distribution par les banques. Le Royaume-Uni est le seul pays européen à avoir maintenu une distribution concurrentielle avec la présence de conseillers indépendants. Toutefois, suite à une loi récente permettant un référencement des fonds tiers auprès des banques et assurances, cela pourrait changer.

Comparaison des deux modes de distribution : intégré versus architecture ouverte

Si le modèle de distribution en Europe est celui opéré via les banques, le modèle américain satisfait à la logique opposée, avec un rôle prépondérant des sociétés de gestion indépendantes. On retrouve deux formes opposées du capitalisme : celle dominée par le marché (modèle anglo-américain, architecture ouverte) et celle dominée par les banques (modèle intégré). La dynamique historique et institutionnelle propre à chaque pays permet d'expliquer ces différences et chaque modèle présente des avantages et des inconvénients. Ainsi, certains arguent des coûts supportés par les épargnants consécutivement à la non mise en concurrence des fonds, les banques privilégiant les fonds «maisons », i.e. créés par elle, de la lourdeur administrative consécutive à ces grandes structures conglomerales. A l'opposé, les banques multi-fonctions présentent des avantages d'information (meilleure connaissance du client, de sa solvabilité, relation de long terme), de réseau (diffusion aisée avec des coûts de publicité, de communication moindre), de réputation (l'institution financière est connue et elle bénéficie de la protection liée à la politique prudentielle des instances monétaires). Ainsi, pour l'instant, aucun grand scandale n'a ébranlé les structures intégrées, à la différence des fonds américains qui ont fait l'objet d'abondantes critiques. La structure intégrée engage la réputation du groupe et non pas seulement celle de la société de gestion.

Ce thème de la distribution constitue une controverse importante dans le processus d'harmonisation engagé en Europe. En effet, l'Allemagne et la France qui ont une tradition forte de protection de l'épargnant et de méfiance vis-à-vis du marché financier, soutiennent un modèle fondé sur la banque. A contrario, le Royaume-Uni et l'Irlande (où de nombreuses sociétés de gestion américaines sont installées) voudraient favoriser l'émergence de sociétés de gestion indépendantes dans un cadre d'architecture ouverte.

La délégation de gestion en Europe s'explique dans ce contexte de marché captif où les géants de la banque et assurance contrôlent la distribution des fonds. Le principal moyen pour un fonds non maison d'atteindre les ménages consiste à passer un accord avec la grande société. Les deux points suivants expliciteront les mobiles des deux parties.

2.1.1.2 *Les mobiles de celui qui délègue : stratégie commerciale*

La délégation relève de la stratégie commerciale de la société de gestion, dont voici les principales mobiles :

1) *diversifier la gamme de produits*

La première raison d'une délégation (partielle ou totale) est d'agrandir les fonds qui seront proposés à la clientèle. Cet élargissement peut résulter d'une absence de fonds dans une zone géographique et du coût excessif induit par l'installation ou le rachat d'une structure locale. Il peut s'agir aussi de fonds mobilisant des techniques nouvelles (*hedge fund*), non encore présentes dans l'organisation.

2) *proposer des marques prestigieuses*

Les fonds récompensés pour leur performance (Standard&Poors,...) sont parfois réclamés par les clients des grandes structures. Afin de satisfaire leur clientèle, ces dernières peuvent référencer des fonds externes dans la gamme des fonds distribués.

3) *Profiter d'une structure existante performante, spécialisée*

La délégation évite à la société de créer en interne des équipes spécialisées et lui permet de profiter de suite du savoir acquis par les membres de la structure délégataire. Cette rapidité est primordiale dans un monde marqué par la réactivité des marchés face aux opportunités de profits. De plus, si la technique mobilisée s'avère moins performante, il sera plus aisé de rompre un contrat commercial de délégation que de licencier ou de muter en interne des équipes. Par contre, le savoir de la structure délégataire, sans clause d'exclusivité contractuelle, pourra être proposé à des structures concurrentes.

4) *Stratégie cœur/ satellites, recherche de « alpha »*

Les modèles d'allocation optimale de portefeuille mettent aujourd'hui l'accent sur la recherche d'alpha, à savoir de performances de marché telles que calculées par le modèle traditionnel du MEDAF. Sur cette base, la multi-gestion argue de la pertinence des fonds de fonds, constitués de fonds indiciels de fonds « brique » axés sur des styles de gestion particuliers (*value, growth, quantitatif, hedge,...*). La multi-gestion concerne au premier plan les investisseurs institutionnels (ex. FFR, CONCAVA, Mutuelles...) qui peuvent ainsi mieux contrôler et choisir la structure d'allocation de leur portefeuille. On trouve aussi des fonds de fonds destinés au grand public.

2.1.1.3 *Les mobiles de celui qui accepte la délégation : stratégie de croissance*

La délégation de gestion est une solution pour les petites structures d'augmenter leur zone de chalandise en vendant leurs produits à des clients qu'elles n'auraient pas pu atteindre directement. Le réseau de distribution européen, nous l'avons noté ci-dessus comporte en effet des barrières à l'entrée fortes, constituées par le maillage bancaire ou des assurances.

Quand le contrat de délégation consiste à son référencement, le nom et la marque du fonds s'afficheront et pourront favoriser sa publicité. Par la suite, les clients satisfaits pourront s'adresser directement à la structure sans passer par la médiation de leur banque.

Cela n'est pas le cas, quand la délégation est totale ou à travers la constitution d'un fonds de fonds, où seul le nom du fonds constitué est communiqué. Toutefois, le souscripteur sera informé annuellement de l'évolution du fonds et de ses composants.

2.1.2 *Illustrations à travers trois stratégies : IXIS, Groupama, FundQuest¹⁶*

La délégation peut prendre différentes formes. Nous les exposerons à travers les stratégies choisies par trois groupes français.

La première illustration concerne la stratégie d'**Ixis** et son modèle « *Best of Breed* ». Il s'agit d'une délégation à l'intérieur d'un groupe. En effet, Ixis AM a mené une politique de croissance externe en rachetant de nombreuses structures à l'étranger. Ces structures, bien que filiales du groupe, ont conservé leur nom et leur autonomie. Aux Etats-Unis par exemple, le groupe compte Loomis, Sayles & Co –tourné vers la gestion value, Harris Associates / Alternative –gestion action et alternative, AEW –immobilier,... Chaque structure a ses propres fonds qu'elle vend sous sa propre marque aux Etats-Unis et sous la marque IXIS AM ailleurs (sauf en Asie). Certains fonds sont concurrents ; Ixis AM propose donc une sélection de ces fonds en utilisant des critères de multi-gestion.

Groupama est, à l'échelle mondiale, une structure moyenne avec 70 milliards d'actifs sous gestion. Elle a opté pour de la gestion externe avec des partenariats : pour les actions américaines Northern Trust IM, pour les actions japonaises Nomura AM Londres et pour les actions Aise hors Japon, Nomura AM Hong

¹⁶ Ces illustrations se fondent sur les présentations de Mme Thevenet (FundQuest), M. Catala (Groupama) et M. Masson (NatIxis) dans le cadre du stage de formation organisé par l'EFEE, consacré à la délégation de gestion (17/10/2006 et 18/10/2006). Nous remercions l'EFEE et M. Cotta de nous avoir invitées.

Kong. Le premier partenariat fut mis en place en 2001 avec Northern Trust IM. Ce dernier s'engageait à donner un accès privilégié à ces analyses, à répondre aux demandes de Groupama sur l'étude de certaines valeurs, de proposer un portefeuille répondant à un cahier des charges préalablement fixées. Ce partenariat était souple mais s'est avéré très efficace et moins coûteux qu'une délégation totale. Groupama conservait le contrôle des risques et le pilotage du portefeuille.

La troisième illustration est la stratégie déployée par BNP-Paribas avec la plate-forme multi-gestion FundQuest. FundQuest sélectionne les gérants les plus performants, organise une délégation afin de proposer le fonds. La première délégation remonte à 1994 avec Neuberger Berman (devenu Lehman Brothers AM). Depuis lors, les délégations se sont multipliées : IT AM en 2001 – société française spécialisée sur les valeurs technologiques, AXA Rosenberg, Fidelity, Sumitomo Mutsui AM, Alliance Bernstein,... en 2001, Optimum IA, Sparx,... en 2006. Il s'agit donc aussi bien de petites boutiques (IT AM ou Sparx) que de grandes maisons (Fidelity). Les fonds acquis en délégation sont incorporés dans la SICAV à compartiments de droit luxembourgeois Parvest¹⁷. Ainsi, le compartiment Parvest Japan Small Cap est supporté par un fonds de Sumitomo, PV US High Yield Bonds est délégué à Lehman Brothers. De la sorte, FundQuest offre les meilleurs fonds du monde, qui ont été sélectionnés en interne, à ces clients. Le succès de la délégation tient dans les procédures de sélection et de suivi (hebdomadaire, mensuel et trimestriel) des fonds. Le contrat peut être rompu pour des mauvaises performances, de mauvais choix, des changements d'équipe ou encore une taille d'encours du fonds si importante qu'elle pourrait m'être en péril sa logique d'allocation.

Ces trois exemples donnent une illustration des logiques de délégation. Même si en interne, les sociétés mettent en place des procédures de contrôle interne afin d'éviter tout risque, la délégation de gestion mais plus généralement de la chaîne d'activité pose des problèmes de sécurisation.

2.2 Comment sécuriser la chaîne d'investissement

Il apparaît que les principales questions qui se posent actuellement peuvent être regroupées sous une problématique, celle de la sécurisation de la chaîne d'investissement. Certes, il s'agit d'un enjeu propre au droit (sécuriser les transactions économiques) mais il s'agit également d'un enjeu premier pour la finance (fondée sur la confiance¹⁸). C'est également un enjeu politique actuel pour le secteur financier européen face à son homologue américain.

¹⁷ Nous reviendrons dans la troisième partie sur les SICAV à compartiments.

¹⁸ Selon une perspective conventionnaliste (Orléan, 1999), les relations financières sont considérées comme nécessitant un cadre institutionnel puissant qui puisse se porter «garant» de la valeur des biens échangés. Ce

Aussi, le fil directeur de cette enquête consistera à s'interroger sur le principe juridique qui garantit cette sécurité, à savoir la responsabilité, et, de façon duale, sur le principe organisationnel (ou sociologique), à savoir la réputation. Dans le cas particulier de la gestion d'actifs, responsabilité et réputation posent des questions spécifiques, exposées ci-après.

2.2.1 La responsabilité juridique

Compte tenu de la délégation traditionnellement pratiquée au sein de la chaîne financière, la question de la responsabilité se pose depuis longtemps. Chaque pays y répond à l'aide de son corpus juridique national. Plus récemment, la pression des directives¹⁹ et l'architecture ouverte, sont des facteurs d'extension des pratiques de délégation, extension qui donne lieu à l'émergence de nouveaux métiers. Ce mouvement se traduit par une segmentation des fonctions d'où une nouvelle répartition des responsabilités.

Face à cette transformation, quels sont les déplacements des risques, les réactions réglementaires, les souhaits des associations professionnelles ?

Il est en effet important de relever que certains types de délégation (par exemple, celles pouvant être opérées par le dépositaire) ne s'accompagnent pas de la transmission de la responsabilité et que la directive UCITS s'inquiète explicitement de ne pas voir se développer des cascades de délégations qui dilueraient la responsabilité des sociétés de gestion²⁰.

Ce principe n'est pas sans rappeler la nature tout à fait spécifique de la responsabilité fiduciaire du trustee, dans le droit des trusts anglo-américain. Or, tout se passe comme si les obligations issues de cette nature spécifique, à savoir la conservation de la responsabilité en cas de délégation, se trouvaient reproduites dans les pays où cette responsabilité n'est pourtant pas activée. Il reste à déterminer dans quelle mesure ces pays ont ainsi développé des équivalents fonctionnels de la responsabilité fiduciaire, soit grâce à leurs propres ressources juridiques et réglementaires, soit par emprunt au monde anglo-

problème de la qualité des objets proposés à l'échange marchand se rencontre pour tous les marchés de biens, dans la théorie économique (cf. travaux d'Akerlof). Mais il revêt une importance plus grande pour le marché financier du fait des difficultés à évaluer les biens qui y circulent.

¹⁹ Exemple : En mettant l'accent sur la substance de la société de gestion, UCITS III a provoqué des changements juridiques et organisationnels sur les fonds Luxembourgeois qui ont dû opter pour l'un ou l'autre des statuts juridiques. Les structures de taille intermédiaire, qui ne pouvaient pas assumer en interne toutes les tâches, ont eu recours à la délégation à des sociétés de services. Ce mouvement s'est traduit par l'apparition de nouveaux métiers : conseil, service d'administration, etc. ... des prestataires de services.

²⁰ Ainsi, même lorsque des fonctions administratives ou de gestion du risque opérationnel sont externalisées, la société de gestion reste juridiquement responsable (*accountable*) en cas de dysfonctionnement (travaux préparatoires du livre vert, p44). De même, dans les cas de contrat de sous conservation (sub custody), la responsabilité (*liability*) juridique ultime reste chez le dépositaire et la responsabilité contractuelle est chez le *prime broker* (p50).

américain²¹. Il est à cet égard instructif de remarquer que la récente proposition de code de bonne conduite formulée par l'EFAMA définit comme premier principe le « *fiduciary duty* » à l'égard de l'investisseur alors même que certains états membres ne possèdent pas cette notion dans leur droit national.

2.2.2 Un substitut organisationnel ? Confiance de marché ou réputation des institutions

La réputation des acteurs est au fondement du fonctionnement financier que ce dernier soit fondé sur le marché (Royaume Uni) ou sur les structures bancaires (Europe Continentale). Le phénomène de réputation s'appuie sur un ensemble de procédures « objectives » (agrément, réglementation prudentielle, etc.) et sur des phénomènes de reconnaissance sociale (club, réseau).

Il est intéressant de voir dans quelle mesure responsabilité et réputation sont substituables. Une réputation acquise peut suppléer une réglementation légère en terme de responsabilité. L'exemple de Luxembourg illustre cette substitution dans la mesure où cette place *off shore* sélectionne minutieusement les acteurs qu'elle accepte de voir jouer sur son territoire réglementaire en s'assurant au préalable de leur réputation dans le pays d'origine. Une fois cet « écrémage des meilleurs » opéré, il ne lui est plus autant nécessaire de définir des règles contraignantes en matière de responsabilité.

Réputation des acteurs mais aussi réputation de place. La concurrence qui s'organise entre les différentes places joue sur cette notion floue de réputation. Pour l'instant, les échanges transfrontaliers sont faibles hormis le transit par les deux places *off shore* (qui réalisent plus de 90% des flux transfrontaliers). Les raisons « techniques » sont bien connues (réglementaires et fiscales). Les raisons culturelles (langue et culture juridique) sont parfois aussi évoquées, du côté des producteurs. Enfin, côté distribution, les marchés de détail, essentiellement domestiques et canalisés par les réseaux bancaires nationaux, restent dominés par les grands noms bancaires. Identifier son partenaire financier au moyen de sa réputation est un « réflexe ».

Dans la perspective d'une Europe de la gestion d'actifs, comment s'exporterait la réputation d'un pays membre à l'autre ? Le principe du passeport européen tente d'y répondre.

En matière de gestion d'actifs, les pratiques traditionnelles de gestion de fortune ont donné à l'exigence de réputation certains traits de caractère : la réputation du gestionnaire portait plus sur la sécurité des actifs et la confidentialité que sur la performance. Il reste de cette tradition une attention particulière accordée à la

²¹ Le pragmatisme Luxembourgeois semble relever de cette seconde hypothèse. Le fait que de nombreux promoteurs de fonds soient anglo-américains y influence les pratiques qui font retour sur la réglementation. Il semble que la responsabilité fiduciaire, propre à ses acteurs lorsqu'ils sont dans leur pays d'origine, se transmette, en tant « qu'habitus », dans les comportements de ces acteurs alors même qu'ils n'y sont plus soumis. Ainsi, la responsabilité au Luxembourg n'est pas juridiquement définie comme fiduciaire. Pourtant, elle en possède certaines caractéristiques : la responsabilité ne se transmet pas lors de la délégation.

sauvegarde des actifs gérés, notamment sous la forme de l'importance accordée au dépositaire dans l'architecture organisationnelle.

2.3 L'intérêt de l'exemple américain

L'exemple américain peut être instructif pour deux raisons. D'une part, l'Europe fait le même choix en matière de type de régulation, à savoir une réglementation procédurale. Cette réglementation est fondée sur le principe de divulgation de l'information imposé aux acteurs financiers. Ceux-ci sont sommés de mettre en œuvre les moyens pour avertir le public, charge à se dernier de comprendre l'information diffusée.

D'autre part, l'Europe présente des similitudes en matière de mise en œuvre politique de la régulation. Les Etats-Unis, en tant que nation fédérale, se sont trouvés devant le même problème : construire une réglementation financière fédérale à partir d'une situation dans laquelle chaque état disposait déjà de sa propre législation en la matière. De cet héritage, les Etats-Unis ont conservé deux sources simultanées de réglementation financière, l'une d'origine fédérale (en provenance de la SEC) et l'autre étatique, en provenance des gouvernements des Etats. De la même façon, l'Europe financière se construit à la fois à un niveau fédéral (la réglementation communautaire) et à un niveau national (les législations des états membres).

Dans le cas des Etats-Unis, il y a contraste quant à la nature de ces deux réglementations. La réglementation fédérale est procédurale, i.e. fondée sur le respect de procédures, notamment de procédures de divulgation. La réglementation étatique est substantielle, i.e. fondée sur une évaluation intrinsèque de la qualité des produits. Elle s'est historiquement justifiée par un objectif politique, celui de protéger des citoyens- investisseurs non avertis.

Ce contraste se décline également au niveau des organismes producteurs de normes. Au niveau fédéral, il s'agit d'une agence administrative indépendante, la SEC. Au niveau national, les normes sont produites sous forme de décisions législatives et d'appréciation de l'exécutif.

2.3.1 Le principe de divulgation de l'information

Le principe de divulgation de l'information (*full disclosure concept*) comme principe premier de protection de l'investisseur a été adopté en Europe, sur l'exemple américain. Aux Etats-Unis, ce contrôle procédural des opérations financières s'inscrit dans une longue tradition réglementaire établie après la crise de 1929. Les lois de 1933-1934 instaurent un contrôle du marché financier à partir d'une agence fédérale centralisée, la *Security Exchange Commission* (SEC) et ce faisant, limitent le pouvoir des institutions antérieures, à savoir les réglementations des Etats et le contrôle des organismes professionnels, qui ont montré leur insuffisance pendant la crise de 1929. Cette nouvelle répartition du pouvoir de réglementer correspond de fait à une nouvelle conception de la réglementation. Avant 1929, la réglementation des valeurs mobilières est fondée sur la notion de *merit*, les opérations boursières étant essentiellement

évaluées par les autorités de marché en terme d'opportunité pour l'épargnant. La loi des Etats vise à protéger l'épargnant non averti, le petit actionnaire individuel, contre des émissions de titres de mauvaise qualité. Selon une conception relativement paternaliste, le gouvernement de l'Etat est juge de la qualité de l'opération et peut interdire l'émission. L'efficacité de cette approche réglementaire repose sur l'idée que l'Etat peut détecter les problèmes mieux que les actionnaires qui manquent de temps et n'ont accès qu'à une information publique.

Cette approche subjective est mise en cause avec la crise de 1929. Les lois fédérales de 1933-1934 développent, par opposition, le *full disclosure concept* qui vise à «préférer le contrôle de l'information à des règles strictes et vite inadaptées, sans prise en considération de la valeur et de l'opportunité de l'opération» (Brandeis cité par Magnier, 1999). L'efficacité de cette seconde approche repose sur le principe que la meilleure protection possible de l'épargnant consiste dans la diffusion d'une information complète par les entreprises. La SEC est créée sur ce principe : elle n'a pas le pouvoir d'interdire une opération et exerce uniquement une sanction *a posteriori*. Toutefois, les lois du *New Deal* permettent aux Etats de conserver ou développer une réglementation supplémentaire applicable aux émetteurs qui veulent vendre leurs titres aux investisseurs résidant localement²².

Encadré : la réglementation étatique versus la réglementation fédérale, aux Etats-Unis

Sont ainsi soumis à ces réglementations additionnelles les petites entreprises qui ne sont pas cotées au NYSE ou à l'AMEX et les *mutual funds*. Ces réglementations sont fondées sur le *merit review*, jugement substantiel porté par le gouvernement de l'Etat sur la qualité de l'émission. Le mérite de l'émission est mesuré à partir de critères qui qualifient la transaction d'honnête, de juste et d'équitable (*fair, just and equitable to investors*). Contrairement à la SEC qui exige le respect de procédures de divulgation de l'information, les réglementations des Etats imposent à travers ces critères le respect de standards minimaux de qualité²³.

Cet équilibre entre les deux sources de réglementation va progressivement se déplacer vers un pouvoir accru du niveau fédéral, d'une part grâce à l'activisme réglementaire de la SEC, au cours des années 1970, et d'autre part du fait de la remise en cause du *merit review* par les acteurs industriels et financiers, dans les années 1980. Finalement, les nouveaux acteurs du marché financier, investisseurs institutionnels d'une part et petites entreprises en croissance d'autre part, ne peuvent plus se satisfaire du mode de régulation juridique passé. Les transformations économiques rendent obsolètes la réglementation financière substantielle des Etats pour préférer la réglementation procédurale fédérale. Cette évolution témoigne pour certains auteurs du passage d'un mode de régulation à un autre (Grundfest, 1998). Le premier réglemente un monde de petits actionnaires adverses au risque, il admet une définition locale et substantielle de l'intérêt de l'épargnant, il est paternaliste. L'autorité de marché est exogène au marché car elle dépend

²² Selon (Dangeard, 1992), un tiers des juridictions américaines utilise une procédure de *merit review* avec standard de qualité. Selon (Hilke, 1991), les émissions d'actions sont très strictement encadrés par les lois locales dans 16 Etats et de façon moins extensive dans 22 autres Etats. Les *mutual funds* sont très strictement encadrés par les lois locales dans 10 Etats et encadrés de façon moins extensive dans 9 autres Etats.

²³ Ces standards portent majoritairement sur 1) les commissions maximum des banques (exprimées en pourcentage de la transaction), 2) la dilution maximale entraînée par la transaction, 3) l'octroi limité d'options aux actionnaires existants, 3) le prix de la transaction qui doit être comparable au prix de marché ou à un benchmark, 4) l'égalité des droits de vote.

du gouvernement local. Dans le second cas, il s'agit de permettre à de gros investisseurs sophistiqués de mener à bien leur stratégie de diversification en leur assurant une garantie procédurale des opérations. L'autorité de marché est centralisée au niveau fédéral et très largement indépendante de l'exécutif. Le jugement sur la qualité des titres est laissée à l'appréciation des professionnels : le marché se clôt sur ses propres compétences.

En quoi l'exemple américain peut-il être utile dans l'analyse de la situation européenne ? Au vu de l'histoire financière américaine, les stratégies de différenciation nationale en matière de protection de l'investisseur, que l'on constate aujourd'hui en Europe, apparaissent moins comme des outils protectionnistes que comme le reflet d'un conflit entre deux natures profondément différentes de conception réglementaire. Le modèle polaire de ce conflit est fourni par cette opposition américaine radicale entre une réglementation procédurale, fondée sur des procédures de divulgation, et une réglementation substantielle, fondée sur un agrément gouvernemental. Les situations nationales, en Europe, ne relèvent pas d'une opposition aussi marquée mais peuvent être analysées à l'aide des paramètres qui décrivent ce modèle polaire.

2.3.2 *Le principe de traçabilité*

L'adoption du principe de divulgation de l'information a des conséquences immédiates pour l'organisation interne des acteurs industriels : la mise en œuvre d'une traçabilité.

Le principe d'une régulation par la divulgation engendre en effet un encadrement réglementaire qui doit produire deux types d'effets pour pouvoir pleinement fonctionner. D'une part, il s'agit d'inciter à divulguer correctement au moyen de procédures qui doivent être respectées *a priori*. D'autre part, il s'agit de mettre en place un système de sanction *a posteriori* relativement élaboré qui soit suffisamment incitant pour dissuader les tentatives de manquement. Il s'agit de sanctionner toute divulgation incorrecte, voire tout manquement à divulgation. Or, dans les systèmes américains et anglais, la mise en évidence et la sanction du manquement sont laissées au soin des mécanismes judiciaires. C'est par le recours judiciaire que les litiges sont réglés. Ce principe de divulgation a donc pour corrélat le développement de procédures organisationnelles imposées aux acteurs (reporting interne et externe) et de procédures juridiques et judiciaires.

Or, le fait de recourir au judiciaire rétroagit sur l'organisation même des procédures de divulgation, au sein même des entités opérationnelles. Dans l'éventualité d'un procès, il s'agit finalement moins d'avoir correctement opéré la divulgation que de pouvoir apporter la preuve qu'on a tenté de le faire, de bonne foi. Cette contrainte « de justification », qui dérive de l'importance accordée au judiciaire dans l'architecture du secteur, est déclinée par les directives européennes sous la forme d'une exigence de « traçabilité ».

On retrouve ce souci de traçabilité au Royaume-Uni, culturellement inscrit dans cet univers de la réglementation procédurale. Il apparaît plus récemment en France et est bien souligné par le rapport Delmas Marsalet qui recommande par exemple, conformément aux directives européennes, de garder la trace de la prestation de conseil, par archivage, afin « de permettre de contrôler l'exécution de l'obligation de conseil et d'en apporter la preuve en cas de contestation ».

3 ^{EME} PARTIE : LA PLACE LUXEMBOURGEOISE

En 2005, les fonds de droit luxembourgeois ont représenté 60% des souscriptions sur le marché européen. En stock, il représente près de 27% des fonds européens²⁴. Comme comprendre cet engouement pour cette place ? Si historiquement, les banques se sont dirigées vers cette place pour des raisons fiscales et de réglementation, aujourd'hui, avec la convergence des systèmes fiscaux²⁵, cette raison ne suffit plus à expliquer ce mouvement.

3.1 La construction historique de la place Luxembourgeoise

3.1.1 Deux mobiles historiques de domiciliation : économique, institutionnel

3.1.1.1 Le développement des activités financières congruent au développement économique

Historiquement, l'Europe financière s'est institutionnalisée à partir du 18^{ème} siècle avec la dynamique du financement de la croissance économique. Les grands pays engagés dans la Révolution Industrielle ont vu leur besoin de financement croître. Les banques, les assurances, les bourses et les intermédiaires financiers se développèrent dans ces grands pays engagés dans la Révolution Industrielle, à savoir en premier chef la Grande Bretagne, suivie de la France, de l'Allemagne, de l'Italie ainsi que la Belgique et les Pays-Bas. Les institutions financières (banques de dépôts, banques d'affaire, assurance, agents de change, coulissiers) s'établirent à proximité de leurs clients (Etat, entreprises, épargnants) et des lieux où s'échangeaient les titres (les bourses)²⁶. Cette proximité permettait de réduire les coûts de transports, les coûts d'information par une meilleure connaissance des acteurs et une présence dans des réseaux économiques et financiers. Le marché des capitaux était pour des raisons économiques, centralisé autour des acteurs économiques majeurs.

A partir de la fin du 19^{ème} siècle, ces Etats européens instaurèrent des taxes et impôts sur les revenus et sur les valeurs mobilières²⁷. Il s'agissait de financer des politiques publiques (constructions d'infrastructures ou mesures sociales). Par ailleurs, dans un souci de protection des épargnants, les Etats obligèrent les sociétés à informer les actionnaires par la publication annuelle de documents comptables.

²⁴ Chiffres d'Efama, 2005

²⁵ Cf rapports successifs Price Water House Coopers - Efama

²⁶ Cf travaux de P.-C. Hautcoeur sur l'histoire de la France financière entre 1830 et 1914, accessibles sur son site <http://www.pse.ens.fr/hautcoeur>

²⁷ En France, instauration de la taxe sur les valeurs mobilières en 1872 et de l'impôt sur le revenu en 1914.

De la sorte, les sociétés des grands pays européens n'étaient plus aussi libres que par le passé. Certaines sociétés cherchèrent à contourner ces nouvelles contraintes.

3.1.1.2 *L'expatriation des capitaux vers des paradis fiscaux*

Dans ce contexte, de nouveaux pays, plus petits qui n'avaient pas un marché domestique suffisamment développé vont entrer dans le monde de la finance, par l'instauration de facilités réglementaires et fiscales afin d'attirer les capitaux et les institutions financières. Certains pays (Monaco, la Suisse), certaines régions (Jersey et Guernesey) vont dès la fin du 19^{ème} siècle proposer des cadres attractifs en terme de fiscalité (taxation Zéro inventée dès 1868 à Monaco) et de réglementation (comptes bancaires numérotés et secret bancaire en Suisse)²⁸.

Ainsi, si initialement les institutions financières se sont localisées suivant des critères économiques (proximité avec les agents à besoins de financement et ceux à capacité des financements), à partir de fin du 19^{ème} siècle, des considérations fiscales et réglementaires vont motiver leur domiciliation. C'est ainsi que la Suisse va devenir un pôle mondial de la banque, des assurances et des sociétés de gestion. Le Luxembourg²⁹ et plus récemment l'Irlande adopteront la même stratégie.

Le Luxembourg, confronté à l'effondrement de son économie sidérurgique engagea dès les années soixante une politique accommodante en terme fiscal et réglementaire pour attirer les capitaux et le marché des euro-dollars. Les autorités politiques du Grand-Duché, conscientes du faible poids économique de leur pays, décidèrent de créer un territoire dédié à la finance européenne mais aussi mondiale. Ce pays bénéficiait d'une position géographique stratégique, au cœur de l'Europe, à proximité de l'Allemagne, de la France, de la Belgique et des Pays-Bas. Ainsi, l'absence de réserves obligatoires motiva l'installation dans les années soixante des banques allemandes. Le secret bancaire³⁰ constitua une seconde motivation pour les banques étrangères, notamment germaniques. La défiscalisation pour les étrangers des intérêts et dividendes reçus de l'étranger constitue une dernière motivation à l'implantation dans le grand Duché.

²⁸ Cf Godefroy, Lascoumes 2004 : Le capitalisme Clandestin, p. 25 et suivantes

²⁹ Cf Rapport Peillon, Montebourg 2002 : Mission parlementaire sur la délinquance financière et le blanchiment d'argent, rapport sur le Grand-Duché du Luxembourg

³⁰ Le Luxembourg encore aujourd'hui ne communique pas d'informations sur l'évasion fiscale des clients bancaires non résidents. Ainsi, les banques allemandes ne sont pas tenues d'informer les autorités fiscales de leur pays du montant des intérêts et dividendes perçus par leurs clients. (Information recueillie dans l'AGEFI, 14-20 avril 2006).

3.1.2 *Chronologie de l'implantation des banques au Luxembourg*

Des années cinquante jusqu'aux années récentes, les banques européennes mais aussi américaines se sont installées à Luxembourg pour des considérations réglementaires et fiscales. En 1950, 14 banques étaient établies au Luxembourg, dont 12 provenaient de l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL) et 2 de France. Aujourd'hui, le grand Duché compte 154 établissements bancaires, dont seuls 16 sont locaux (belgo-luxembourgeois)³¹.

Pays d'origine	Nombre
Allemagne	45
Belgique / Luxembourg	16
Italie	15
France	14
Suisse	13
Autres	9
Royaume-Uni	7
Suède	6
Etats-Unis	5
Japon	5
Chine	4
Portugal	4
Bésil	3
Israël	3
Pays-Bas	3
Danemark	2
TOTAL	154

source CSSR, 30/09/2006

Figure 13: Banques étrangère installées à Luxembourg

Revenons sur l'installation progressive de ces banques au Luxembourg³².

En 1960, la première banque américaine s'installe au Luxembourg en réaction à l'adoption en 1958 de la réglementation Q par les Etats-Unis d'Amérique, qui plafonnait la rémunération que les banques américaines pouvaient appliquer sur les dépôts en dollar.

En 1963, la première euro-obligation, libellée en eurodollar est émise depuis le Luxembourg en raison des faibles frais d'émission et de l'absence de retenue à la source. Cette première émission impulsa le développement du marché des euro-emissions, en partie stimulé par l'Interest Equalization Tax (IET) imposé aux Etats-Unis entre 1963 et 1973 sur l'intérêt des obligations pour limiter les emprunts des pays européens aux Etats-Unis. Les années soixante verront le développement du marché des eurodevises et des euro-obligations.

³¹ Source Comité de surveillance du secteur financier.

³² Informations recueillies dans STATEC, 2003

Durant les années soixante et soixante-dix, en réaction à l'instauration dans leur pays de réglementation et taxation, le Luxembourg va attirer l'installation de nombreuses banques étrangères :

Les années soixante marquent tout d'abord l'arrivée de nombreuses banques allemandes qui cherchent ainsi à éviter l'imposition de réserves obligatoires par la Bundesbank.

Suivant ce mouvement, au début des années 70, des filiales de banques suisses s'installent elles aussi au Luxembourg afin de profiter de l'euro-marché et de la présence des banques allemandes.

Au milieu des années 70, on assiste à une nouvelle vague d'implantations de filiales et succursales de banques américaines en vue de profiter du secret bancaire et de l'absence de retenue à la source.

Fin des années 70, c'est au tour des banques scandinaves, qui pour contourner l'interdiction de prêter en devises dans leur pays d'origine vont opter pour une installation à Luxembourg.

A partir de 1992, une nouvelle vague de banques allemandes s'installera dans le grand Duché en réponse à la réintroduction de la retenue à la source sur les revenus de l'épargne en Allemagne.

Le graphe suivant retrace cette évolution de l'installation des banques au Luxembourg :

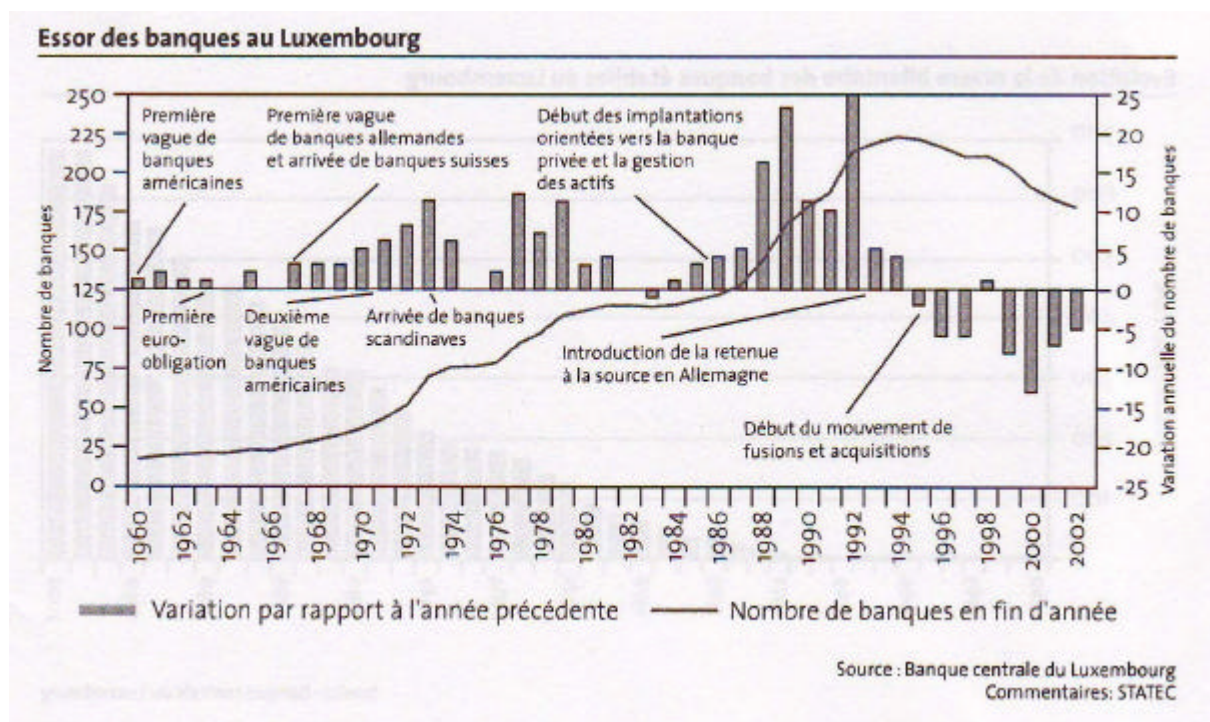


Figure 14: Essor des banques au Luxembourg

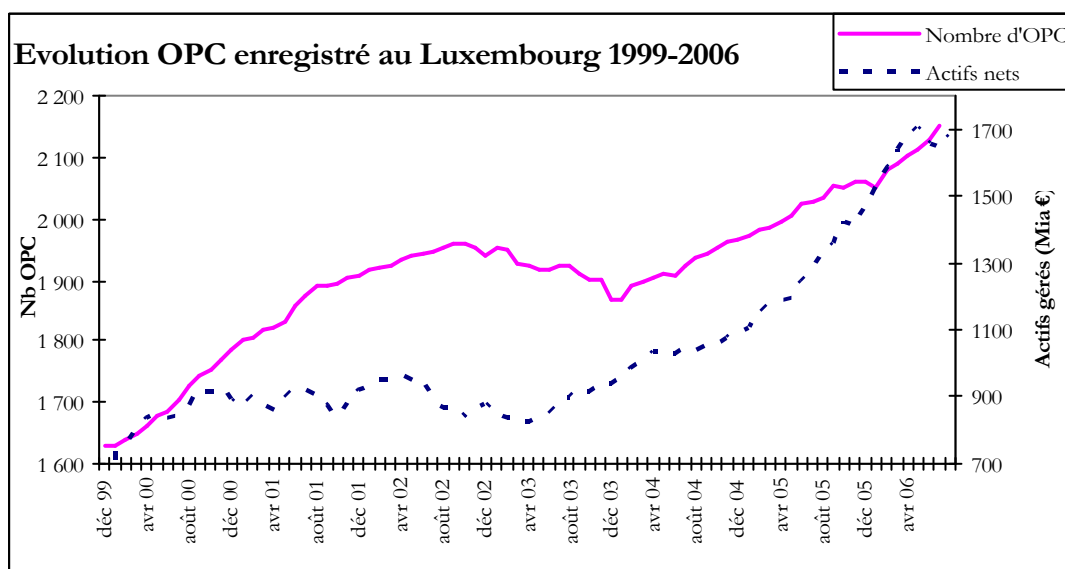
Le Luxembourg fut donc d'abord une place bancaire, attirant des institutions pour des raisons principalement fiscales. Dès les années quatre-vingt, les autorités luxembourgeoises souhaitèrent ériger leur pays en pôle de la gestion d'actif. En cela, elles innovèrent en anticipant le boom qu'allait connaître cette activité par la suite. L'installation préalable de banques qui s'engagèrent elles aussi dans la gestion d'actif renforça encore la prégnance de cette place.

3.1.3 La constitution d'une place dédiée aux OPC

3.1.3.1 **Bref historique de la construction de la place**

En 1959 fut créé au Luxembourg le premier fonds commun de placement (FCP) suite à l'extension du régime fiscal holding aux sociétés de gestion des FCP. Le véritable essor des Organismes de Placement Collectif (OPC) date de 1983, lorsque le Luxembourg, anticipant la réglementation communautaire sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) alors en préparation, se dota d'une législation moderne et flexible, accordant aux OPC un statut fiscal propre³³, et créant en droit luxembourgeois le régime de la Société d'investissement à capital variable (SICAV). Un nouvel élan fut donné en mars 1988 avec la transposition en droit national de la directive européenne de décembre 1985, relative aux OPCVM. Celle-ci dotait les SICAV de droit luxembourgeois du « passeport européen ». Ce dernier a instauré un régime « d'agrément unique » pour ces organismes : une fois un fonds harmonisé est agréé dans un Etat membre, il peut commercialiser ses parts dans n'importe quel autre Etat membre sur la seule base d'une notification. La transposition rapide de la directive a permis au Luxembourg d'avoir une nette avance sur bon nombre de ses autres pays.

Sur les sept dernières années, le volume et le nombre d'OPC enregistrés au Luxembourg n'a cessé de croître. En flux, le Luxembourg est devenu le premier pays européen, détrônant la France. Et si l'Irlande a un temps constitué un challenger à la place luxembourgeoise, le grand Duché a su non seulement résister, mais encore renforcer sa position :



Source : CSSF, graphe réalisé par Y. Tadjeddine

Figure 15 : Evolution des OPC installés au Luxembourg, 1999-2006

³³ Les SICAV de droit luxembourgeois ne sont pas soumises à la taxation sur les revenus et le capital et ne doivent s'affranchir que d'un faible droit d'enregistrement (1 200€) et d'une taxe annuelle de souscription (variant suivant les fonds de 0.01 % à 0.06 % du total des actifs). Source, Statec, 2003

3.1.3.2 La gestion d'actif aujourd'hui au Luxembourg

Cette section sera pour nous l'occasion de décrire la gestion d'actif pratiquée en 2006 au Luxembourg.

Les fonds de droit Luxembourgeois sont régis par deux lois : celle du 30 mars 1988 et celle du 20 décembre 2002. Les fonds encore régis par la loi de 1988 sont en voie de disparition car à compter du 13 février 2007, ils devront se soumettre à la loi de 2002. Les fonds relevant de la partie I (loi 2002) sont des fonds UCITS III (fonds ouverts, respectant les classes d'actifs éligibles) ; les fonds de la partie II sont des fonds fermés, dont la vente est conditionnée (par exemple réservé à des pays ne faisant pas partie de la zone UE) ou encore dont la composition ne respecte pas les critères UCITS III.

Structure légale des fonds enregistrés au Luxembourg :

	Fcp		Sicav		Autres		Total	
	Nombre	Actifs nets (Mia €)	Nombre	Actifs nets (Mia €)	Nombre	Actifs nets (Mia €)	Nombre	Actifs nets (Mia €)
Partie I (loi 1988)	120	40,347	151	30,387	2	0,069	273	70,803
Partie I (loi 2002)	759	484,838	398	852,642	0	0,000	1 157	1 337,480
Partie II (loi 2002)	169	92,610	354	137,151	11	2,408	534	232,169
Opc institutionnels	116	44,303	77	22,611	1	0,040	194	66,954
Total	1 164	662,098	980	1 042,791	14	2,517	2 158	1 707,406

Source CSSR, août 2006

Figure 16: Structure légale des fonds enregistrés en Luxembourg

Les fonds UCITS III représentent donc 78,33% des actifs gérés. ; les fonds partie II 13,60%. La place luxembourgeoise est donc bien avant tout un lieu de production de fonds destinés à la distribution auprès d'un public européen, sous le label UCITS.

Nous reviendrons dans cette section sur un certain nombre d'éléments qui justifient l'installation de fonds au Luxembourg.

Les fonds à compartiments : un des succès commercial de la place

Le Luxembourg fut le premier à autoriser des SICAV à compartiments. Ces SICAV ont une seule personnalité juridique alors même qu'elles sont constituées d'une multiplicité de fonds. Cette structure s'est diffusée dans d'autres pays, mais le Luxembourg avait pris beaucoup d'avance et reste le lieu principal de localisation en Europe de ce type de fonds.. Ces fonds permettent de réduire les démarches administratives d'enregistrement lors de la création d'un nouveau portefeuille tout en exonérant de frais les souscripteurs souhaitant modifier la composition de leur fonds. En Août 2006, ils représentaient 62,65% des OPC et 88,77% des actifs gérés :

Nombre total d'OPC	Nombre d'OPC à comp. multiples	Nombre de compartiments	Nombre d'OPC à structure classique	Nombre total d'unités	Actifs nets des OPC à comp. mult. en €
2 158	1 352 62,65%	8 252	806	9 058	1,51564E+12 88,77%

Source : CSSF , août 2006, tableau réalisé Y. Tadjeddine

Figure 17 : OPC à compartiments multiples

L'existence de ces fonds à compartiments a favorisé la multi-gestion et la constitution de fonds de fonds. En effet, une fois qu'un agent a souscrit une part d'un fonds à compartiments, il peut, sur les conseils avisés du gérant, moduler la pondération de son portefeuille, sans coût excessif, sur la base des différents compartiments constitués. Cela s'adresse principalement à des investisseurs institutionnels ou à des produits *package* en vue d'une distribution dans le réseau pour des particuliers. Les plates-formes multigestion ont donc élu domicile au Luxembourg, les fonds à compartiments servant de support à cette stratégie.

Ainsi, Fund-Quest, la plateforme multi-gestion de **BNP-Paribas** a élu domicile au Luxembourg. **I. Thévenot**, responsable de la gestion déléguée à Fundquest, filiale du *groupe BNP Paribas Asset Management*, que nous avons rencontré, nous précisa la stratégie de délégation qui s'appuyait sur la flexibilité des fonds à compartiments. Le fonds Parvest sert principalement à la stratégie de délégation de FundQuest. Ce fond est de droit Luxembourgeois, dispose de 3 milliards d'encours et de 73 compartiments donc 11 sont délégués.

Un label internationalement reconnu des fonds de droit luxembourgeois

Dernière caractéristique des fonds enregistrés au Luxembourg : leur réputation. Depuis que le Luxembourg s'est engagé dans la gestion d'actif en transposant les directives européennes, le pays a acquis non seulement en Europe mais aussi à l'international une réputation reconnue. Les fonds de droit luxembourgeois sont distribués en Europe mais aussi dans des pays d'Asie ou d'Amérique du Sud. Dès lors, une société européenne qui souhaiterait diffuser son fonds dans grand nombre de pays aura intérêt à le créer depuis le Luxembourg, plutôt que dans d'autres pays d'Etat-Membre.

Il peut aussi s'agir de distribuer à un plus grand nombre le même fonds, en le rendant accessible aux autres pays européens et mondiaux. La stratégie de distribution devient alors mondiale, le groupe procédant à des ventes croisées (*cross selling*) entre ses différentes entités. Ainsi, le directeur de la filiale luxembourgeoise de **Franklin Templeton**, B. Lockwood, s'occupant du fonds par compartiments Franklin Templeton Investment Funds de droit luxembourgeois (encours 40 milliards d'euros) nous expliquait que si ce fonds ne pouvait pas être distribué aux Etats-Unis (car seuls les fonds enregistrés aux

Etats-Unis peuvent être vendus sur le territoire américain), il était proposé à des clients de Franklin Templeton non résidents américains³⁴.

SGAM procède de la même façon comme le signalait le PDG de SGAM, A. Clot :

« Notre stratégie au plan mondial est concentrée sur la vente. Notre obsession, c'est la distribution dont le développement passe notamment par celui du *cross selling* qui s'appuie sur notre offre complète de plusieurs centaines de produits. Suivant les trimestres, entre 20% et 35% de notre collecte sont effectués par les ventes croisées, c'est-à-dire par les ventes dans le monde de nos produits par d'autres entités que celles qui les ont fabriqués au sein de SGAM. Cette proportion va augmenter. Le *cross selling* est en effet fondamental pour nous. D'une part, il signifie que nous vendons plus d'un produit à un client, et que ce dernier est donc fidélisé ; d'autre part comme nous vendons davantage avec les mêmes coûts, le rendement marginal est croissant. », Option Finance, 2/01/2006

Bénéficiaire de services financiers de qualité

Le Luxembourg a su développer des entreprises fournissant des services financiers de qualité. Le Luxembourg propose des fonctions de dépositaire, d'administration des fonds, de commissaires aux comptes, de *reporting* et cela dans toutes les langues : non seulement les langues officielles du pays (allemand, français) mais aussi les langues européennes (anglais, italien, espagnol).

Le Luxembourg a de nombreux atouts, accumulés au cours du temps qui justifient l'installation de fonds. Fondamentalement, l'explication de cette polarisation provient de l'originalité de la régulation opérée par les instances de contrôle luxembourgeoise. Ce point, nous semble-t-il constitue une des principales contributions de ce rapport et sera développé dans la section suivante.

³⁴ Entretien réalisé par nous le 25/01/2006 à Luxembourg.

3.2 Un cadre réglementaire fondé sur la réputation organisationnelle

La réussite de la place de Luxembourg comme pôle européen de la gestion d'actif ne s'explique par uniquement par des avantages fiscaux. Il ne s'agit pas d'une simple place *off shore* visant à défiscaliser les revenus financiers. Luxembourg exerce une véritable activité de régulateur et de certificateur des produits. Mais la régulation est originale car elle s'appuie sur la réputation acquise préalablement par une organisation financière, à qui la CSSF fait confiance dans la créativité financière. La régulation devient plus flexible et plus réactive parce que l'innovation est portée par des institutions « dignes de confiance ». Aujourd'hui où se développe la délégation de gestion, cette régulation pourrait s'avérer moins opérationnelle. Nous aborderons ces différents points dans cette section.

3.2.1 Le privilège de la réputation

Pour émettre des fonds de droit luxembourgeois, la société de gestion doit obtenir un agrément. Après avoir comparé les règles d'enregistrement en France et au Luxembourg, nous constaterons que le grand Duché privilégie l'installation d'institutions réputées.

3.2.1.1 Les textes

Les règles d'agrément d'une société de gestion sont sensiblement les mêmes en France³⁵ et au Luxembourg³⁶ : la localisation de la société dans le pays, l'exigence d'un capital minimum de 125 000 €, obligation de disposer de fonds propres au pro rata de la valeur de portefeuille (0,02%) dès lors que, la valeur des portefeuilles excède deux cent cinquante millions d'euros (dans la limite de dix millions d'euros). Mais, la loi luxembourgeoise s'avère assez succincte, a contrario le règlement français exige d'autres éléments, notamment sur les qualités morales des créateurs « honorables et compétents » ainsi que le respect de codes déontologiques.

3.2.1.2 Panorama des institutions agréées

³⁵ Règlement général de l'AMF, livre III prestataires, titre 1^{er} Services, Chapitre 1^{er}, article 311 et suivants

³⁶ Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif, partie IV De l'agrément des sociétés de gestion, chapitre 13 et 14

La CSSF comptabilise au 30 septembre 2006 142 sociétés de gestion agréées ; la France 438.³⁷. Cette différence peut aisément expliquer par le volume d'épargne géré, l'historique implantation des sociétés en France. Nous avons cherché à connaître la nature des sociétés agréées dans chacun de ces pays.

Sociétés agréées au Luxembourg en 2006

Voici la liste des sociétés agréées (loi 2002) au Luxembourgeois :

³⁷ AMF, C. Lernoùld, novembre 2006 Rapport sur la gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2005 p. 20.

ABN AMRO INVESTMENT FUNDS S.A.	LEGG MASON INVESTMENTS (LUXEMBOURG) S.A.
ADEPA ASSET MANAGEMENT S.A.	LEMNIK ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.
AIG INTERNATIONAL TRUST MANAGEMENT S.A.	LIVING PLANET FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
ALLIANCEBERNSTEIN (LUXEMBOURG) S.A.	LOMBARDA MANAGEMENT COMPANY S.A.
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS LUXEMBOURG S.A.	LOUVRE GESTION INTERNATIONAL S.A.
AMERICAN EXPRESS BANK ASSET MANAGEMENT COMPANY (LUXEMBOURG) S.A.	LRI INVEST S.A.
AVIVA FUND SERVICES	LUPUS ALPHA INVESTMENT S.A.
AXA FUNDS MANAGEMENT S.A.	LUXCELLENCE MANAGEMENT COMPANY S.A.
AXXION S.A.	LUXEMBURGER KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT S.A.
AZ FUND MANAGEMENT S.A.	LUX-INVESTMENT ADVISORS
BANCA DELLE MARCHE GESTIONE INTERNAZIONALE LUX S.A.	LYXOR ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.
BANQUE DE LUXEMBOURG FUND RESEARCH & ASSET MANAGEMENT S.A.	M.M. WARBURG LUXINVEST S.A.
BANTLEON INVEST S.A.	MASTER INVESTMENT MANAGEMENT S.A.
BAYERNINVEST LUXEMBOURG S.A.	MERCURIA MANAGEMENT COMPANY S.A.
BERENBERG LUX INVEST S.A.	MK LUXINVEST
BLACKROCK (LUXEMBOURG) S.A.	MULTICONCEPT FUND MANAGEMENT S.A.
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG	NESTOR INVESTMENT MANAGEMENT S.A.
CALLANDER MANAGERS S.A.	NORD EST ASSET MANAGEMENT
CAMCO INVESTMENT MANAGEMENT S.A.	NORDEA INVESTMENT FUNDS S.A.
CAMFUNDS S.A.	NORTHERN TRUST LUXEMBOURG MANAGEMENT COMPANY
CAPITALIA INVESTMENT MANAGEMENT S.A.	OFI LUX
CARLSON FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.	ÓKOWORLD LUX S.A.
CARNEGIE FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.	OP-INVEST CHF MANAGEMENT S.A.
CASA 4 FUNDS LUXEMBOURG EUROPEAN ASSET MANAGEMENT	OPPENHEIM PRAMERICA ASSET MANAGEMENT S.À R.L.
CMI ASSET MANAGEMENT (LUXEMBOURG) S.A.	OYSTER ASSET MANAGEMENT S.A.
COMINVEST ASSET MANAGEMENT S.A.	PHARMA/wHEALTH MANAGEMENT COMPANY S.A.
COMPAGNIE FINANCIERE POUR LA GESTION COLLECTIVE S.A.	PICTET FUNDS (EUROPE) S.A.
CONVENTUM ASSET MANAGEMENT	PICTET GESTION (LUXEMBOURG) S.A.
CR FIRENZE GESTION INTERNATIONALE S.A.	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.
CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.	POLARIS INVESTMENT S.A.
CREDIT SUISSE BOND FUND MANAGEMENT COMPANY	PRIMA MANAGEMENT AG
CREDIT SUISSE EQUITY FUND MANAGEMENT COMPANY	PRIVATE PORTFOLIO MANAGEMENT COMPANY S.A.
CREDIT SUISSE FUND MANAGEMENT S.A.	RBS (LUXEMBOURG) S.A.
CREDIT SUISSE MONEY MARKET FUND MANAGEMENT COMPANY	ROBECO LUXEMBOURG S.A.
CREDIT SUISSE PORTFOLIO FUND MANAGEMENT COMPANY	SANTANDER ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.
DANSKE FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.	SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT (LUXEMBOURG) S.A.
DB PLATINUM ADVISORS	SEB ASSET MANAGEMENT S.A.
DEGROOF GESTION INSTITUTIONNELLE - LUXEMBOURG	SEB FUND SERVICES S.A.
DEKA INTERNATIONAL S.A.	SELGEST S.A.
DEKA-WESTLB ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.	SGAM LUXEMBOURG S.A.
DEUTSCHE POSTBANK VERMÖGENS-MANAGEMENT S.A.	SPARINVEST S.A.
DEXIA ASSET MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.	SWISSCANTO (LU) BOND INVEST MANAGEMENT COMPANY S.A.
DJE INVESTMENT S.A.	SWISSCANTO (LU) EQUITY FUNDS MANAGEMENT COMPANY S.A.
DWS INVESTMENT S.A.	SWISSCANTO (LU) MONEY MARKET FUNDS MANAGEMENT COMPANY S.A.
DYNAMIC ASSET MANAGEMENT COMPANY (LUXEMBOURG) S.A.	SWISSCANTO (LU) PORTFOLIO FUNDS MANAGEMENT COMPANY S.A.
ERSEL GESTION INTERNATIONALE S.A.	TETI INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT
ETRURIA FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.	TRENDCONCEPT FUND S.A.
EURIZON CAPITAL S.A.	UBS BOND FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
EUROBANK EFG FUND MANAGEMENT COMPANY (LUX) S.A.	UBS DYNAMIC FLOOR FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
EURO-POSTE MANAGEMENT COMPANY	UBS EMERGING ECONOMIES FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
FIDEURAM GESTIONS S.A.	UBS EQUITY FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
FINTER FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.	UBS FOCUSED FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.	UBS INSTITUTIONAL FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
FRANKFURT-TRUST INVEST LUXEMBURG AG	UBS ISLAMIC FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
GENERALI INVESTMENTS LUXEMBOURG S.A.	UBS LIMITED RISK FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
HAUCK & AUFHAEUSER INVESTMENT GESELLSCHAFT S.A.	UBS MEDIUM TERM BOND FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
HENDERSON FUND MANAGEMENT (LUXEMBOURG) S.A.	UBS MONEY MARKET FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
HSBC INVESTMENT FUNDS (LUXEMBOURG) S.A.	UBS RESPONSIBILITY FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
HSBC TRINKAUS INVESTMENT MANAGERS S.A.	UBS SHORT TERM INVEST MANAGEMENT COMPANY S.A.
HVB STRUCTURED INVEST S.A.	UBS STRATEGY FUND MANAGEMENT COMPANY S.A.
IKANO FUND MANAGEMENT S.A.	UBS THIRD PARTY MANAGEMENT COMPANY S.A.
ING INVESTMENT MANAGEMENT LUXEMBOURG S.A.	UNION INVESTMENT LUXEMBOURG S.A.
INTERNATIONAL FUND MANAGEMENT S.A.	UNIVERSAL-INVESTMENT-LUXEMBOURG S.A.
INTER-PORTFOLIO VERWALTUNGSGESELLSCHAFT S.A.	VMR FUND MANAGEMENT S.A.
INVESCO MANAGEMENT S.A.	VON DER HEYDT KERSTEN INVEST S.A.
IPCONCEPT FUND MANAGEMENT S.A.	VONTOBEL MANAGEMENT S.A.
IXIS ASSET MANAGEMENT GLOBAL ASSOCIATES	VPB FINANCE S.A.
JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (EUROPE) S.à r.l.	W & W ASSET MANAGEMENT AG, LUXEMBURG
JULIUS BAER (LUXEMBOURG) S.A.	WESTLB MELLON ASSET MANAGEMENT (LUXEMBOURG) S.A.
KBC ASSET MANAGEMENT S.A.	WWK INVESTMENT S.A.
KREDIETRUST LUXEMBOURG S.A.	

Source : CSSF, 9/11/2006

Figure 18: Sociétés de gestion agréées loi 2002

Sur cette base, nous avons cherché à connaître la nature de ces sociétés, leur origine, leur société mère. Nous avons procédé à une recherche Internet à partir des noms indiqués dans le document du CSSF. Ces 143 sociétés (SA pour la très grande majorité) sont pour certaines des filiales de structure, locales ou étrangères. Nous avons recherché pour chacune s'il s'agissait d'une structure dédiée ou d'une filiale. Nous avons pu retrouver la nature des propriétaires pour 136 des noms figurants ci-dessus. Sur ces 136, seuls 21 sont des structures indépendantes, gérants peu de fonds, que nous avons baptisé «boutique». Leur activité est axée sur un type de stratégie : style de gestion particulier (value, éthique), quelques *hedge funds*, des structures de fonds de fonds. Sur les 115 sociétés filiales, certaines avaient été constituées par la même société mère (comme UBS par exemple). In fine, nous avons pu distinguer 104 sociétés mères que nous avons regroupé en quatre catégories : assurance, banque, société d'investissement, boutique.

Voici le tableau que nous avons obtenu :

Structure mère	pays	nature
Allianz	Allemagne	assurance
WWK	Allemagne	assurance
Aviva	France	assurance
Axa	France	assurance
Generali	Italie	assurance
Swiss Canto	Suisse	assurance
Bantleon Bank	Allemagne	banque
Berenberg Bank	Allemagne	banque
DB Platinum	Allemagne	banque
DEKA Bank	Allemagne	banque
Deutch Bank Group	Allemagne	banque
Deutsche PostBank	Allemagne	banque
Hauck & Aufhaeuser	Allemagne	banque
HVB	Allemagne	banque
SEB Bank	Allemagne	banque
ERSTE-SPARINVEST	Autriche	banque
Fortis	Belgique	banque
KBC	Belgique	banque
Danske Bank	Danemark	banque
ADEPA	Espagne	banque
Santander	Espagne	banque
American Express Bank	Etats-Unis	banque
BNP Paribas	France	banque
CACEIS : Crédit Agricole/Caisse Epargne	France	banque
Crédit Agricole	France	banque
HSBC	France	banque
La Poste	France	banque
Société Générale	France	banque
Eurobank	Grèce	banque
Banca CR Firenze	Italie	banque
Banca delle marche	Italie	banque
Banca di Roma	Italie	banque
Banca Etruria	Italie	banque
Banca Lombarda Piemontese	Italie	banque
Gruppo Banca Sella	Italie	banque
Gruppo Bancario Carichieti	Italie	banque
Sanpaolo	Italie	banque
CIC	Luxembourg	banque
Banque Degroof	Luxembourg	banque
Banque Raiffasen	Luxembourg	banque
Dexia	Luxembourg	banque
DZ Bank	Luxembourg	banque
Kredietrust	Luxembourg	banque
ABN AMRO	Pays-Bas	banque
ING Group	Pays-Bas	banque
Robeco Bank	Pays-Bas	banque
HSBC	Royaume-Uni	banque
Royal Bank of Scotland	Royaume-Uni	banque
Nordea Groupe	Scandinavie	banque
Ikano Group	Suède	banque
Crédit Suisse	Suisse	banque
Finter Bank Zurich	Suisse	banque
Groupe Siz & Co	Suisse	banque
Pictet	Suisse	banque
UBS	Suisse	banque
VP Bank Group	Suisse	banque

Bayern Invest	Allemagne	société d'investissement
Carlson Fund	Allemagne	société d'investissement
Cominvest	Allemagne	société d'investissement
Dr. Jens Ehrhardt Group	Allemagne	société d'investissement
oppenheim pramerica	Allemagne	société d'investissement
Union Investment	Allemagne	société d'investissement
oppenheim pramerica	Allemagne/Etats-Unis	société d'investissement
AIG International Trust	Etats-Unis	société d'investissement
Alliance Bernstein	Etats-Unis	société d'investissement
Blackrock	Etats-Unis	société d'investissement
Henderson	Etats-Unis	société d'investissement
Invesco	Etats-Unis	société d'investissement
JP Morgan	Etats-Unis	société d'investissement
Legg Mason	Etats-Unis	société d'investissement
Mellon	Etats-Unis	société d'investissement
Northern Trust	Etats-Unis	société d'investissement
Pioneer	Etats-Unis	société d'investissement
Polaris Capital Management	Etats-Unis	société d'investissement
Schroders	Etats-Unis	société d'investissement
Conventum	Finlande	société d'investissement
Groupe Rothschild	France	société d'investissement
IXIS	France	société d'investissement
Azimut Capital Management	Italie	société d'investissement
Ersel	Italie	société d'investissement
Canergie	Suède	société d'investissement
Julius Baer	Suisse	société d'investissement
Vontobel Group	Suisse	société d'investissement
Frankfurt-Trust	Allemagne	boutique
LRI Invest	Allemagne	boutique
Lupus Alpha	Allemagne	boutique
MUNCHNER KAPITALANLAGE	Allemagne	boutique
Nestor Fonds	Allemagne	boutique
ÖKORENTA AG	Allemagne	boutique
prima management	Allemagne	boutique
Trend Concept	Allemagne	boutique
Universal Investment	Allemagne	boutique
VMR Funds	Allemagne	boutique
Von Der Hedt Kersten	Allemagne	boutique
Warburg Invest	Allemagne	boutique
Cornerstone AM	Etats-Unis	boutique
Ofivalmo	France	boutique
Lemanik SICAV	Italie	boutique
Axxion	Luxembourg	boutique
Callander Fund	Luxembourg	boutique
Camfunds	Luxembourg	boutique
CMI Asset Management	Luxembourg	boutique
Inter-portfolio verwaltungsgesellschaft	Luxembourg	boutique
Living Planet	Luxembourg	boutique

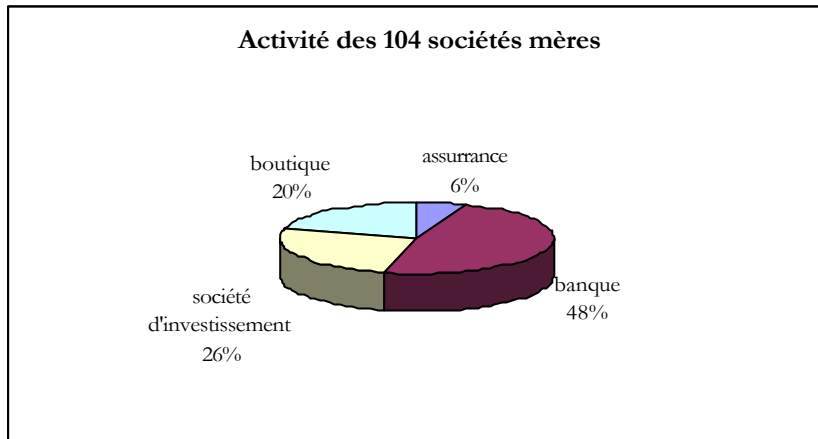
Figure 19: Caractéristiques des sociétés de gestion agréées au Luxembourg

Source : CSSF, internet, tableau réalisé par Y. Tadjeddine

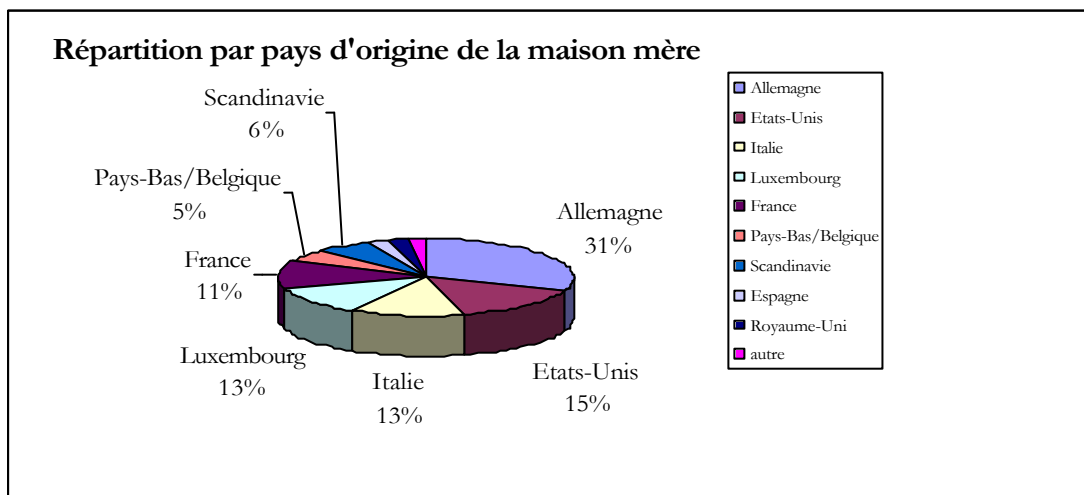
Légende : par boutique, nous entendons société de gestion indépendante proposant un nombre réduit de fonds

Sur cette base, nous avons pu caractériser plus précisément l'origine des sociétés de gestion installées au Luxembourg :

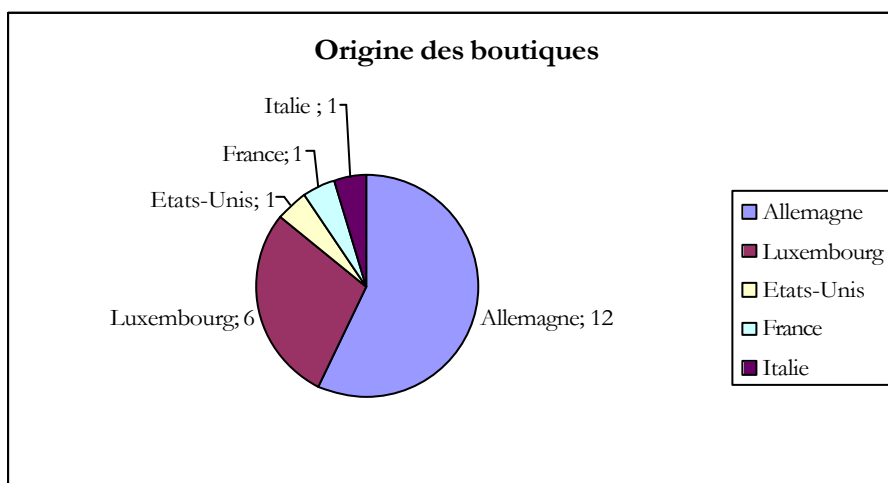
1) selon l'activité de la maison mère



2) l'origine de la maison mère



3) origine des fonds boutiques



Nous pouvons constater que les sociétés installées sont principalement des filiales de groupes connus. Les sociétés d'investissement sont significativement d'origine américaine, ce qui est logique puisque cette fonction, distincte de la banque et de l'assurance, est essentiellement si ce n'est exclusivement américaine. Les structures indépendantes sont très minoritaires (20%), cela serait sans doute encore renforcé si au lieu du nombre nous étudions les actifs gérés.

La place luxembourgeoise semble dédiée à l'installation de sociétés financières étrangères réputées. Il est intéressant de comparer cette situation par rapport à la France.

Les sociétés agréées en France

L'AMF dans son rapport annuel sur la gestion d'actif pour compte de tiers propose des statistiques fort intéressantes et très détaillées. Elle nous permette de dresser un profil précis des sociétés de gestion agréées sur le sol français.

répartition du nombre des sociétés suivant le type d'actionnariat

type actionnariat des sociétés de gestion de portefeuille	Nombre	répartition (en %)	nationalité de la maison mère		
			française	européenne	internationale
entreprises d'investissement	37	8,0%	26	5	6
entreprises d'assurance	37	8,0%	29	6	2
établissements de crédit	150	32,4%	102	34	14
sociétés de droit public	12	2,6%	12	0	0
personnes physiques et autres	227	49,0%	208	13	6
Total	463	100,0%	80,6%	12,4%	6,0%

source AMF, novembre 2006

Figure 20 : Caractéristiques des sociétés de gestion agréées en France : Nombre

Sur les 463 sociétés de gestion enregistrées en France en 2005, nous constatons que 80,6% sont des émanations de sociétés françaises, 12,4% européennes. Une part importante de ces sociétés est le fait de personnes physiques, indépendantes (49%).

répartition des sociétés de gestion suivant l'encours sous gestion (milliard d'euros)

type actionnariat des sociétés de gestion de portefeuille	Total encours	répartition (en %)	nationalité de la maison mère		
			française	européenne	internationale
entreprises d'investissement	32,1	1,4%	22,2	4,3	5,6
entreprises d'assurance	684,4	29,2%	468,1	213,6	2,7
établissements de crédit	1540,7	65,6%	1313,7	200,7	26,3
sociétés de droit public	2,3	0,1%	2,3	0	0
personnes physiques et autres	87,9	3,7%	84,3	2,7	0,9
Total	2347,4	100,0%	80,5%	17,9%	1,5%

source AMF, novembre 2006

Figure 21 : Caractéristiques des sociétés de gestion agréées en France : Actifs gérés

L'analyse en terme d'encours géré nous permet de retrouver la part prépondérante jouée par les banques dans l'industrie de gestion d'actif (65,6% des encours pour l'ensemble). Nous constatons de plus que les encours gérés par les structures d'investissement et les personnes physiques sont faibles (3,7% pour l'ensemble).

La gestion des fonds, nous l'avons noté en première partie est très concentrée en Europe sur quelques géants trans-nationaux. Malgré tout, les petites structures sont nombreuses en France, bien plus (en nombre) qu'au Luxembourg. Cela nous semble provenir d'une différence hiérarchique en terme de régulation.

3.2.2 Une régulation hiérarchique : autorité nationale / Luxembourg

Le Luxembourg accueille essentiellement des sociétés financières ayant acquis une réputation dans leur pays d'origine. Nous avons vu que le nombre de structures boutiques était très faible, relativement par exemple au cas français (pourtant réputé pour sa concentration et sa distribution centralisée). Ainsi, contrairement à certaines idées reçues, le Luxembourg n'est pas en matière de gestion d'actif un lieu d'accueil pour des sociétés coquilles. Bien au contraire, la réputation des fonds luxembourgeois s'est fait par ce contrôle exercé lors de l'agrément donné aux sociétés de gestion.

Cela nous a été rapporté lors d'un entretien avec **M. Wampach**, responsable de la surveillance générale au **CSSF** :

« L'industrie financière du Luxembourg, c'est essentiellement les fonds d'investissement et la banque privée dans les établissements de crédit. Un secteur qui vit de la réputation.

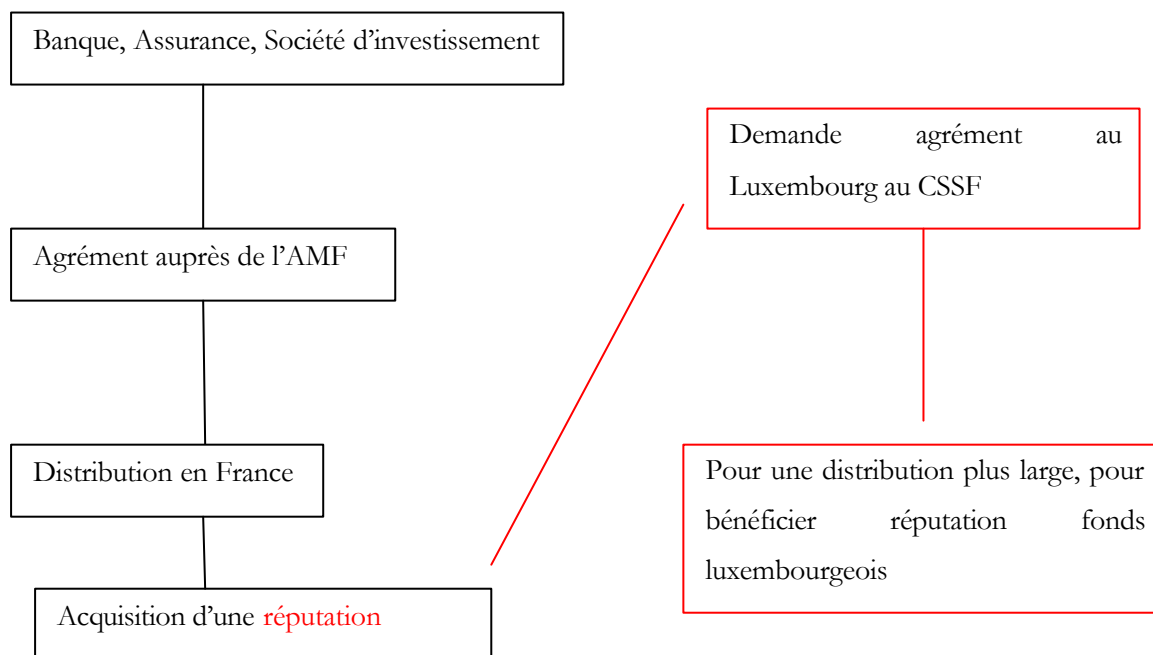
Le secteur bancaire : un noyau de banques classiques, l'activité crédit est biaisée d'une part vers l'Allemagne (50% du système bancaire Luxembourg) et la France et d'autre part vers les USA et la Suisse, qui développent surtout l'activité de gestion privée et l'administration de fonds.

Pour ce qui est du secteur des fonds d'investissements, les promoteurs de FI sont soigneusement sélectionnés. On essaie d'avoir des renoms, des bonnes réputations. Ce sont des étrangers (la maison mère n'est pas luxembourgeoise). La capacité de Luxembourg à un recours sur ces entités est limitée d'où une sélection au départ très rigoureuse de la part de la CSSF. On s'intéresse à l'arrière plan du promoteur. La CSSF contacte l'autorité de régulation du pays d'origine. Pour avoir une emprise sur ces promoteurs, la loi prévoit que la banque de dépôt du fond soit domiciliée à Luxembourg et que la banque dépositaire soit un établissement de crédit (la plus forte surveillance existante – y compris au niveau international - est celle exercée sur les banques). On a ainsi une double emprise sur ces entités. »

Pour obtenir l'agrément luxembourgeois, les sociétés doivent avoir prouvé leur compétence, leur expérience, leur fiabilité. Ainsi, on comprend mieux la structure hiérarchique européenne :

- 1) les sociétés d'investissement se créent dans leur pays d'origine (la France par exemple) ;
- 2) au bout d'un certain temps, elles acquièrent une renommée ;
- 3) elle ouvre une filiale au Luxembourg.

Ainsi, la réputation de la place Luxembourgeoise s'est faite grâce au travail préalable de sélection opéré par les autorités locales de régulation. Le schéma ci-dessous résume cette structure hiérarchique :



3.2.3 *Une régulation, passager clandestin et efficace dans le cadre de la gestion traditionnelle*

Le Luxembourg joue un rôle de passage clandestin à l'échelle des Etats. Il profite de la réputation acquise par les sociétés, sans payer les coûts de sélection de ces organisations. Les coûts de contrôle ont été supportés par les autorités nationales (l'AMF), les faillites éventuelles de fonds pénaliseront les souscripteurs locaux et le label local du fonds. Ainsi, la qualité des fonds luxembourgeois doit beaucoup à la qualité du travail de régulation effectué par certes par le CSSF mais aussi par les autorités locales.

Le Luxembourg adopte ainsi un comportement opportuniste en acceptant sur sa place uniquement les sociétés dont la réputation, les volumes d'encours gérés garantissent la qualité des équipes et des fonds créés.

Une fois installée, *a priori*, la société ne devrait pas changer radicalement son comportement. Elle ne développera pas de biais de type aléa moral et cherchera au contraire par son installation à accroître encore sa réputation. De toute façon, la CSSF exerce un travail de contrôle régulier sur les sociétés (audit interne, exigences de circulaire de *compliance*, entrevue de contrôle). Dès lors, la confiance acquise par la CSSF complétée par une politique prudentielle réelle³⁸ va permettre la mise en place d'une régulation flexible à l'innovation financière.

En effet, les services de recherche en finance s'avèrent fort innovants et la concurrence entre les institutions renforce encore ce mouvement de recherche permanente de nouveaux produits : fonds maître-nourriciers, *virtual pooling*, mais aussi produits structurés, fonds de fonds, fonds garantis,... Les innovations peuvent concerner la structure juridique ou la nature des produits et des stratégies. Cette créativité n'a aucune raison de s'arrêter. La réglementation luxembourgeoise s'avère être la plus souple et la plus réactive : nombre de ces innovations ont d'ailleurs d'abord été acceptées dans la législation luxembourgeoise avant d'être généralisées aux autres pays. Nous ne souhaitons pas aborder ici la question d'actualité de l'éligibilité des *hedge funds* dans les UCITS³⁹.

Cette souplesse provient-elle d'une absence de régulation, d'une myopie du régulateur acceptant tout et n'importe quoi du monde financier ou d'une logique réglementaire particulière fondée sur un postulat d'auto-discipline d'organisation réputée ?

³⁸ Extrait de l'entretien avec C. Wampach : « Nous avons 3 axes pour la surveillance bancaire :

- CSSF reçoit des informations prudentielles (chiffres et information qualitative), selon un suivi continu. Mais elle a droit de regard sur tout. Des entrevues et des contrôles sur place (approche risk based) sont organisés, dont la planification est faite en début d'année
- Le réviseur externe : il reçoit des prescriptions strictes de la part de la CSSF. Il fournit à la CSSF un « compte rendu analytique ». Il doit produire une « management letter », destinée à la CSSF, s'il détecte un problème. Il doit informer la CSSF en cas de graves infractions.
- La fonction de contrôle interne dans les banques : *compliance* et audit interne. La CSSF a un contact régulier avec les équipes en charge de ces fonctions, dans les établissements. Les entrevues se font en l'absence des membres de la direction de l'entreprise.

Cette structure en 3 axes est appliquée à l'industrie de FI. Suivi continu et mission sur place auprès des FI, audit externe selon les mêmes principes. »

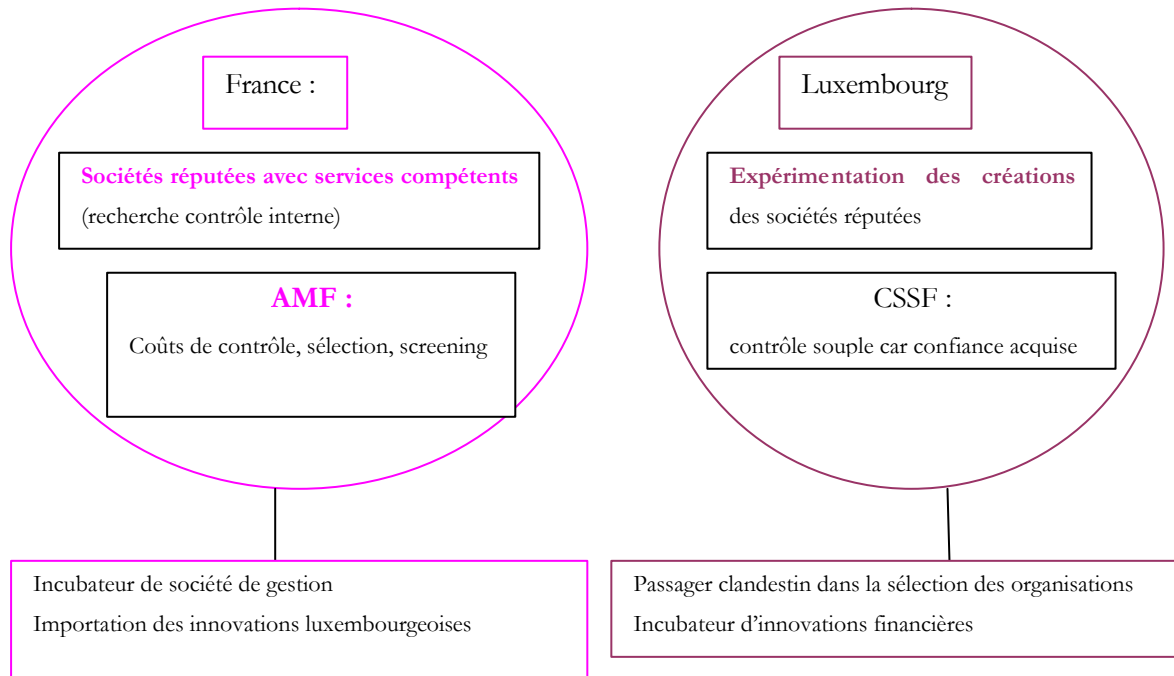
³⁹ Nous avons assisté au *hearing* à la commission européenne 19 juillet 2006, le livre blanc devrait sortir dans les semaines qui viennent. Nous vous renvoyons à la lecture des réponses de l'AFG (20/09/2006) et de l'AMF (31/10/2006).

La CSSF noue un contact étroit et concerté avec les sociétés de gestion installées au Luxembourg afin d'être informée en permanence des nouveautés⁴⁰. Il y a donc bien un contrôle exercé et un suivi. Mais, les autorités font confiance *a priori* dans ces produits, car ceux-ci sont créés par des sociétés réputées, disposant d'équipe compétente, à même d'évaluer correctement les risques. Ainsi, la souplesse luxembourgeoise provient de la sélection préalable d'organisations dignes de confiance.

Le Luxembourg pourrait être considéré comme le terrain d'essai de nouveaux produits, dans un espace protégé de «gentlemen» financiers. Cette régulation originale permet à l'échelle européenne de rester réactive aux produits nouveaux. Le Luxembourg constitue un lieu d'expérimentation de produits qui, une fois avoir fait leur preuve, pourront être généralisés à toute l'Europe. Les équipes de recherche ne sont pas implantées au Luxembourg mais dans les pays nationaux.

Si le Luxembourg produit des externalités positives par cette flexibilité à l'innovation, il n'en reste pas moins **un passager clandestin, attirant à lui les organisations réputées et laissant aux autres Etats la charge du suivi des sociétés nouvelles.**

Le graphe ci-dessous résume les différentes interactions mises en lumière :



⁴⁰ Cela nous a été rapporté par les personnes interrogées au CSSF et à l'ALFI. Nous n'avons toutefois pas assisté effectivement à ce contrôle.

Dernier élément, le Luxembourg a exercé par la défiscalisation proposée sur les produits d'épargne un engrenage vers la baisse généralisée de la fiscalité sur les produits financiers en Europe. Cela a pour conséquence de réduire la base d'imposition et les ressources à disposition des Etats-Membres.

3.3 Avenir de la place Luxembourgeoise

Nombre des avantages *off shore* du Luxembourg sont en voie de disparition dans l'harmonisation européenne. Par exemple, en 1998, le Luxembourg fut contraint d'appliquer une taxe sur les réserves obligatoires. Si cette place continue d'être aussi attractive, c'est principalement parce qu'elle autorise la mise en circulation de produits financiers nouveaux, sans pour autant perdre dans la qualité des fonds proposés. Aujourd'hui, elle doit faire face au mouvement de délégation. Or, la régulation luxembourgeoise, telle que nous venons de la décrire, est mal adaptée, nous semble-t-il, à cette nouvelle évolution. En effet, la délégation consiste, nous l'avons vu dans la deuxième partie, à confier à une structure, généralement plus petite, la gestion d'un fonds. Le choix de délégation est supporté par la société de gestion réputée. Mais, le fonds, qui sera incorporé à un fonds de droit luxembourgeois, n'est pas nécessairement géré par une société connue. Bien au contraire, il s'agit de plus en plus de fonds boutiques, situés sur des niches produisant du « alpha ».

La CSSF met dans ces conditions plus de temps pour donner son agrément, la société de gestion étant moins connue. Ainsi, **Mme Thevenet**, responsable des gestions déléguées **FundQuest** nous faisait part de son désarroi dans la lenteur administrative du CSSF quant à l'obtention d'un agrément pour un fond d'une société étrangère non agréée. Ainsi, Fundquest avait demandé un agrément pour un fonds été 2005, cet agrément n'est arrivé qu'au début 2006. Certes, une fois qu'un fonds d'une société a été agréé, ses autres fonds le sont automatiquement. Mais, cette lenteur (6 mois) peut avoir des conséquences sensibles sur la performance du fonds et lui faire perdre des opportunités. Il nous a été rapporté que l'AMF s'avère d'ailleurs bien plus rapide à donner son agrément que son homologue luxembourgeois.

La délégation de la gestion oblige donc le Luxembourg à accorder sa confiance à des sociétés de gestion pas nécessairement réputées, en supposant que les sociétés installées au Luxembourg effectuent un choix pertinent. Il ne s'agit donc plus uniquement de produits nouveaux, mais de sous-traitance de l'activité principale (la sélection d'actifs) à des sociétés étrangères (non seulement au pays d'origine de l'organisation réputée mais encore au Luxembourg). Pour l'heure la CSSF maintient un contrôle réel des sociétés agréées. Sera-t-il toujours possible pour elle d'effectuer ce contrôle surtout si les fonds émanent

de sociétés de gestion de pays lointains, retenues pour leurs seules performances financières passées ? Or c'est sur ce contrôle de l'organisation que repose toute la régulation prudentielle et donc le maintien de la qualité des produits luxembourgeois. La question est posée.

On comprend aussi les réticences de la place Luxembourgeoise à la mise en place d'un passeport européen sur les sociétés de gestion. En effet, cela conduirait une perte de contrôle des autorités sur l'installation des sociétés de gestion.

CONCLUSION GENERALE

Ce rapport est clos alors que la Commission Européenne devrait publiée son livre Blanc. Il avait débuté en juin 2005 alors de la Commission lançait sa consultation. Ce rapport ne constitue pas une recherche achevée, aboutie. Nous en sommes conscientes. A travers nos lectures, nos entretiens, nous avons découvert la complexité de cette activité, les jeux entre pays, entre lobbys qui s'y exerçaient. Une des raisons sans doute à la difficulté de rencontrer des interlocuteurs étrangers s'explique par ce contexte de construction d'un cadre réglementaire où toute phrase aussi anodine soit-elle pourrait être utilisée par un groupe. Nous avons pris conscience de tout cela alors que nous étions engagées dans cette recherche et plus cela avançait, plus nous nous sentions démunies et loin de nos environnements académiques où la théorie pure fait la part belle aux comportements rationnels dans des espaces dépolitisés.

Si ce rapport est rendu avec retard et pas (à mon goût) abouti, c'est que la tache qui nous était confiée, à mi-chemin entre un rapport de consultant et une réflexion académique pouvant servir d'argumentaire, était complexe. Nous espérons malgré tout que ce rapport répondra à vos attentes. Nous pensons poursuivre ces travaux car nous savons qu'il y a encore beaucoup de problématiques et de questions ouvertes. Les recherches se poursuivront donc au rythme du monde académique qui est bien plus lent (malheureusement ou heureusement) que celui des affaires.

Nous voudrions encore une fois remercier toutes ces personnes qui nous ont aidé, qui ont pris le temps de répondre à nos questions parfois naïves, de nous expliquer cette activité passionnante aux logiques si diverses.

Le résultat principal de cette recherche est selon nous d'avoir explicité cette régulation originale mise en place au Luxembourg et de son nécessaire évolution consécutive au développement de la délégation de gestion. Il nous reste de nombreuses questions auxquelles nous aimerions répondre dans les mois, années à venir :

- la future géo-économie de la gestion d'actifs : quel est le devenir de la place parisienne ?
- comparer les coûts et bénéfices entre une structure intégrée (banque, assurance) et une architecture ouverte
- le rôle de l'Etat sur la gestion d'actif : quel contrôle prudentiel dans un contexte de finance mondialisé ? comment éviter que les épargnants supportent à la fois les coûts et les risques de cette activité ?

BIBLIOGRAPHIE

- AMF, 2006, «La gestion pour compte de tiers en France en 2005 », *Revue mensuelle de l'AMF*, novembre.
- AMF, 2006, « Réponse de l'Autorité des marchés financiers aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs », 31 octobre
- AMF, 2005, « Contrôle, Transparence, Gouvernance : jusqu'où aller ? », *les entretiens 2005*, rapport introductif 29/11/05
- AMF, 2005, «La gestion pour compte de tiers en France en 2004 », *Revue mensuelle de l'AMF*, n°18, octobre.
- B. Biais et alii, 2005, « Risque opérationnel et régulation du capital dans l'industrie de la gestion des fonds d'investissement en Europe », *Revue d'Economie Financière* n°79
- BCG, 2003, *Navigating the Maze*, Global Asset Management 2003.
- A. Boubel, F. Pansard, 2004, *Les investisseurs institutionnels*, Repères, La découverte
- M. Boutillier, F. Pansard, A. Quéron, 2003], «La contribution des activités non traditionnelles au revenu des banques européennes », *Epargne et financement*, 12, février, CDC IXIS
- C. Bourdillon, 2005, « La laborieuse unification du marché européen des OPCVM », *Revue Banque* N°667, Mars
- Commission Européenne, 2006, *Report of the Expert Group on Investment FUnd Market Efficiency*
- Commission Européenne, *Livre Vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE*, COM(2005)314 final
- Commission Européenne, *Annex to the Green Paper*, background paper, SEC(2005)947
- Commission Européenne, *La réglementation relative aux dépositaires d'OPCVM dans les états membres : état des lieux et pistes d'évolution*, COM(2004)207 final, communication de la commission au conseil et au parlement européen
- E. Courant, F. Bussière, 2005, « Les apports UCITS III à l'industrie de la gestion d'actifs », *Revue Banque* N°667, Mars
- F. Dangeard, J. Bartos, 1992, *United States Securities Law, a practical guide*. Kluwer Law and Taxation Publishers. Deventer – Boston

- J. Delmas Marsalet, 2005, *Rapport relatif à la commercialisation des produits financiers*, Novembre
- EFAMA, 2005, « Fostering an appropriate regime for shareholders' rights », *EFAMA response to the European Commission's consultation document*
- EFAMA, 2005, *Fact Book 2005 : Trends in European Investment Funds*
- EFAMA, 2006, *A code of conduct for the European Investment Management Industry* (discussion paper)
- FERI FUND, 2002, *European Fund Market Yearbook 2002*
- T. Godefroy, P. Lascoumes, 2004, *Le capitalisme clandestin*, La Découverte
- J. A Grundfest, 1998, « Securities regulation » in P. Newman, *The New Palgrave Dictionary of Law and Economics*, Macmillan. Londres
- P.-C. Hautcoeur, 1998, « Le marché boursier et le financement des entreprises françaises, 1890-1939 », *les actes du Congrès international d'histoire économique*, volume Recent doctoral research in economic history, Madrid, <http://www.pse.ens.fr/hautcoeur>
- J. C. Hilke, 1991, « Mandatory government « advice » : the effects on investors of state merit regulation of mutual funds and common stocks ». *Research in Law and Economics*, volume 14, p 113-190
- INVESCO, 2005, *European Institutional Asset Management*
- INVESCO, 2005, *Benefits of an integrated European Fund Management*
- IOSCO, 2005, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes*, Consultation Report, February
- KMPG, 2004, *State of the Investment Management industry in Europe*
- Leclair, 2005, « De la prestation définie à la cotisation définie : un nouveau défi pour la gestion d'actifs », *Revue d'Economie Financière* n°79
- MacKinsey&Company, 2006, *The asset management in 2010*
- MacKinsey&Company, 2005, *Will goose keep laying golden eggs ?*
- V. Magnier, 1999, « Les autorités de marché aux Etats Unis, droit, juge et autorités de marchés » in Frison-Roche M. A, *Droit, finance, autorité (les modes de régulation juridique propres aux autorités de marchés financiers)*, Laboratoire de sociologie juridique, Université Paris II – CNRS. Convention Ministère de la Justice
- J. Mathis, 2002, *Gestion d'actifs*, Economica
- P. Monteillard, 2005 « La distribution et la circulation des fonds d'investissements », *Revue d'Economie Financière* n°79
- Morgan Stanley, 2006, *On and Off-piste : Money Making trends and Best Ideas in European Asset & Wealth Management*, Morgan Stanley Equity Research.

- P. Myners, 2001, *Institutional Investment in the United Kingdom, a Review*, UK Treasury, May
- D. Négiar, A. Hoyos Gomez, 2005, « Gestion d'actifs : les économies d'échelle existent, mais faut-il les rechercher à tout prix ? », *Revue d'Economie Financière* n°79
- OECD, 2005, *White paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS)*
- OECD, 2005, *Lignes directrices de l'OCDE sur la gouvernance des fonds de pension, recommandation du conseil*
- OECD, 2001, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, April
- Oxford Economic Research Associates, 2002, *The role of custody in European asset management*, EAMA
- V. Peillon, A. Montebourg, 2002, *Mission parlementaire sur la délinquance financière et le blanchiment de capitaux en Europe*, rapport sur le Grand-Duché du Luxembourg, Assemblée Nationale.
- Price Water House Coopers, EFAMA, *Tax discrimination against foreign funds: Light at the end of the tunnel*
- STATEC, 2003, *Portrait économique et social du Luxembourg*,
http://www.portrait.public.lu/pictures/fr/autres/portrait_fr.pdf
- Valette J.P., 2005, *Droit de la régulation des marchés financiers*, Gualino éditeur
- ZEW, F. Heinemann et alii, 2003, *Toward a single European Market in Asset Management*

TABLE DES MATIÈRES :

Introduction	2
1 La gestion d'actif en Europe.....	4
1.1 Différentes logiques à l'œuvre	4
1.2 La gestion pour compte de tiers, une industrie en pleine institutionnalisation.....	5
1.2.1 Les fonds UCITS.....	5
1.2.2 Description des différents acteurs de cette industrie	7
1.3 Quelques faits stylisés sur la gestion pour compte de tiers en Europe.....	8
1.3.1 Un panorama général de la gestion pour compte de tiers (UCITS).....	8
Nombre de fonds par pays.....	10
1.3.2 Le lieu de domiciliation des fonds.....	11
1.4 Marché harmonisé ou champions nationaux.....	14
1.4.1 Un marché de la gestion d'actif très fragmenté en Europe.....	14
1.4.2 Des champions nationaux.....	15
1.4.3 Des opérations de fusion au sein des institutions financières.....	16
1.4.4 Les éléments qui poussent à la concentration.....	17
1.4.5 Le marché français en 2005.....	21
2 La délégation.....	22
2.1 Les stratégies de délégation.....	22
2.1.1 Pourquoi déléguer ?.....	23
2.1.2 Illustrations à travers trois stratégies : IXIS, Groupama, FundQuest.....	26
2.2 Comment sécuriser la chaîne d'investissement.....	27
2.2.1 La responsabilité juridique	28
2.2.2 Un substitut organisationnel ? Confiance de marché ou réputation des institutions.....	29
2.3 L'intérêt de l'exemple américain.....	30
2.3.1 Le principe de divulgation de l'information.....	30
2.3.2 Le principe de traçabilité.....	32
3 La place Luxembourgeoise.....	34
3.1 La construction historique de la place Luxembourgeoise.....	34
3.1.1 Deux mobiles historiques de domiciliation : économique, institutionnel	34
3.1.2 Chronologie de l'implantation des banques au Luxembourg.....	36
3.1.3 La constitution d'une place dédiée aux OPC	38
3.2 Un cadre réglementaire fondé sur la réputation organisationnelle	42
3.2.1 Le privilège de la réputation.....	42
3.2.2 Une régulation hiérarchique : autorité nationale / Luxembourg.....	50
3.2.3 Une régulation, passager clandestin et efficace dans le cadre de la gestion traditionnelle	51

3.3	Avenir de la place Luxembourgeoise.....	54
	Conclusion Générale.....	55
	Bibliographie.....	56

TABLE DES FIGURES

Figure 1 : Répartition des encours en Europe en 2005, 3ème trimestre.....	9
Figure 2 : Evolution de la répartition des encours entre 1998 et 2005.....	10
Figure 3 : Répartition des fonds en Europe au troisième trimestre 2005.....	10
Figure 4 : Taille moyenne des fonds en Europe en 2005.....	11
Figure 5 : Origine des promoteurs de fonds domiciliés en Irlande, 2002.....	13
Figure 6 : OPCVM nationaux domiciliés à l'étranger en 2004.....	13
Figure 7 : Fragmentation du marché Européen.....	14
Figure 8 : Concentration en Europe en 2002.....	15
Figure 9 : Opérations de fusion et acquisition réalisées en Europe en 2004 et 2005.....	16
Figure 10 : Les principales enseignes commerciales en 2005 en France	21
Figure 11 : Décomposition effective de l'intermédiation financière.....	23
Figure 12 : Répartition des distributeurs par pays en % en 2003	23
Figure 13 : Banques étrangère installées à Luxembourg.....	36
Figure 14 : Essor des banques au Luxembourg.....	37
Figure 15 : Evolution des OPC installés au Luxembourg, 1999-2006.....	38
Figure 16 : Structure légale des fonds enregistrés en Luxembourg.....	39
Figure 17 : OPC à compartiments multiples.....	40
Figure 18 : Sociétés de gestion agréées loi 2002.....	44
Figure 19 : Caractéristiques des sociétés de gestion agréées au Luxembourg.....	47
Figure 20 : Caractéristiques des sociétés de gestion agréées en France : Nombre.....	49
Figure 21 : Caractéristiques des sociétés de gestion agréées en France : Actifs gérés.....	49