

# >> UCITS IV : de l'avenir de la gestion d'actifs en Europe

**Yaël BOUZBIB, Responsable de missions**  
**Sébastien PASQUET, Responsable de missions**

Contrairement aux autres marchés de biens et services, qui tentent de s'harmoniser depuis la création de l'Union européenne, celui de la gestion d'actifs est resté très fragmenté. Pourtant, son potentiel global est important, avec des encours certes plus faibles que sur le marché américain, mais surtout un nombre de fonds nettement plus important, qui illustre cette dispersion.

Chaque pays a souhaité jusqu'ici conserver sa réglementation et sa fiscalité. Parfois plus souples, elles constituent un facteur concurrentiel majeur (Irlande, Luxembourg). Les processus de mise sur le marché, longs et contraignants ont longtemps contribué à maintenir des coûts de distribution élevés, sclérosant ainsi les modèles de distribution et freinant notamment le recours aux architectures ouvertes, en les cantonnant à chaque marché local. L'absence de réelle concurrence entre fonds européens a souvent limité les possibilités de comparaison des investisseurs (prospectus simplifiés différents).

La réforme UCITS IV<sup>(1)</sup> doit favoriser la construction d'un marché européen unifié de la gestion d'actifs. D'une part, en libérant la distribution afin de concentrer l'industrie et de réduire le nombre de fonds. D'autre part, en offrant une meilleure protection et information aux investisseurs, à la fois échaudés par la crise financière et économique, et désireux de disposer de produits d'épargne permettant de construire leur avenir. Les mots clés de cette révolution sont : Simplification, Unification, Concentration, mais aussi Entraves et Complexité.

## >> Simplification

Jusqu'à présent, la distribution européenne était peu efficace, de manière assez consensuelle.

Chaque acteur opérait sur son marché national, en alimentant une demande soutenue en matière d'épargne retraite notamment. Préservée de la concurrence étrangère, elle permettait à de nombreuses sociétés de gestion (577 agréées en France) de s'assurer un marché captif alimenté par des économies à fort taux d'épargne.

Le dynamisme de certains marchés a servi les ambitions des plus grands acteurs européens (et américains) de distribuer leurs produits dans l'Europe entière, et au-delà, à travers des hubs (Dublin, Luxembourg, etc.). Le recours à des SICAV à compartiments a permis d'alléger les contraintes réglementaires et fiscales de distribution, et certaines Places sont devenues des Places de marché continentales concentrant une part importante de la collecte globale.

Néanmoins, le passage par ces Places, bien que facilité par des prestataires de services locaux efficaces, rendait la distribution européenne *peu efficace* et *opaque*. La défiance et le scepticisme provoqués par la crise financière et ses scandales ont pointé du doigt les hubs de distribution et posé la question, naturelle et inévitable, d'une distribution européenne pleinement ouverte, sans recours à ces hubs.

La directive UCITS (bien qu'antérieure à la crise) est née de cette idée, en proposant une *simplification* de la notification transfrontalière, établie par des autorités de tutelle que la crise amène à mieux se coordonner et communiquer.

Elle propose ainsi un délai maximum d'un mois pour autoriser la commercialisation du fonds dans le pays d'accueil, [Passeport européen des fonds](#), à compter de la date de dépôt du dossier auprès de l'autorité de tutelle du pays d'origine.

### Calendrier de mise en œuvre de UCITS IV

#### FIN 2006

Publication du Livre blanc par la Commission Européenne

#### 13/01/2009

Texte incluant le passeport SGP voté par le Parlement Européen

#### 22/06/2009

Texte ratifié par le Conseil de l'UE

#### AUTOMNE 2009

Publication du texte au Journal Officiel

#### 31/10/2009

Rapport technique du CESR sur les mesures de Niveau 2

- Relations entre dépositaires et SGP dans l'environnement transfrontalier
- Contrat type entre les banques dépositaires d'un master et de ses feeders
- Contenu et présentation des informations clés pour l'investisseur (KII)
- Informations aux porteurs dans le cadre de fusions transfrontalières de fonds
- Pouvoirs d'investigation des Autorités de supervision du fonds auprès d'une SGP installée dans un autre Etat membre
- Procédures et règles d'échange d'informations transfrontalières entre Autorités compétentes des Etats Membres d'origine et d'accueil...

#### 2010 À FIN JUIN 2011

- Transposition du texte en droit national dans les Etats Membres

#### 01/07/2011

- Entrée en vigueur de la nouvelle directive

(1) UCITS : Undertakings for Collective Investment Schemes in Transferable Securities.

Ainsi, un fonds homologué dans un pays européen pourra être commercialisé dans un autre sous la seule réserve qu'il obtienne le visa du régulateur du pays hôte. La procédure révisée, par échange de dossier électronique entre régulateurs, devrait aboutir à la délivrance du fameux visa en moins de 48 heures.

Cette simplification permettra de supprimer les dernières barrières à l'entrée en vigueur.

La Directive propose également une **amélioration et une simplification** du « prospectus simplifié » au bénéfice d'un « **document d'informations clés** »<sup>(2)</sup>.

Le KID fournira une information **harmonisée au niveau européen** avec quelques éléments clés permettant à l'investisseur de se faire une idée non trompeuse du produit auquel il souhaite souscrire.

Aujourd'hui, les régulateurs travaillent sur la validation de ce document ; il sera déployé à l'ensemble des nouveaux et des anciens fonds dans un calendrier qui reste à définir.

## >> Unification

L'une des entraves principales à la distribution européenne ouverte, fixée par l'ancienne directive UCITS III, était d'imposer à une société de gestion désireuse de créer des fonds de droit étranger, de mettre en place une structure agréée dans chaque pays d'accueil.

Ainsi, la multiplication des demandes d'agrément et des bureaux locaux représentait des freins (délais et coûts), uniquement supportables par les plus grands acteurs du continent.

La directive UCITS IV favorise l'unification du marché européen, en permettant à chaque acteur de distribuer dans un pays d'accueil via le **passport société de gestion**.

Elle prévoit pour une société de gestion agréée dans un pays, la domiciliation de ses fonds dans n'importe quel autre pays de la Communauté européenne.

Les règles en matière d'organisation, de fonctionnement (contrôle interne, gestion des risques, règles prudentielles, délégation, gestion des conflits d'intérêts et protection des avoirs des clients) et de bonne conduite seront celles du pays où la société de gestion est agréée.

Les règles en matière de constitution et de fonctionnement du fonds seront celles du pays d'origine de l'OPCVM.

De même, aucune obligation de résidence ne sera imposée à l'administrateur de fonds ; il devra appliquer les règles comptables et fiscales du pays où le fonds est domicilié.

Un bureau *unique*, pour servir un marché *unique*, avec des fonds administrés par un acteur *unique*, sous le contrôle d'un régulateur et d'un TCC<sup>(3)</sup>/Dépositaire *uniques* (celui de domiciliation du fonds). Tel est le modèle qui semble se dégager en cible.

## >> Concentration

La crise financière va sans doute amener une vague de *concentration* de l'offre.

En effet, le marché européen gère un nombre de fonds 4 à 5 fois plus important que le marché américain, pour un encours global inférieur. Cette disproportion rend la gestion européenne moins compétitive, avec une offre pléthorique dans laquelle les clients se perdent, également déconcertés par le nombre de marques.

Jusqu'à aujourd'hui, la présence européenne de certains acteurs se faisait souvent à travers des marques dissociées, fortes sur le plan national, mais inconnues à l'échelle du continent. La création de marques de dimension continentale, servie par un marketing agile mais lisible, devrait s'affirmer comme le modèle cible. Dans cette perspective « darwinienne », où les acteurs vont se racheter et fusionner, la directive UCITS IV apporte des réponses en matière de fusion transfrontalière de fonds. Le modèle maître/nourricier de distribution est alors promis à un fort développement.

Les grands gagnants de cette vague de *concentration* seront les *Investor Services* qui, à travers des offres « x TA », proposent des services de facilitation à leurs clients en matière d'enregistrement, post enregistrement, de point de collecte unique des ordres ou de reporting.

Leurs clients bénéficient ainsi d'une gestion de leurs réseaux de distribution par pays, et des commissions portant sur les encours correspondants.

On rencontre aujourd'hui deux grands modèles d'accompagnement à la distribution :

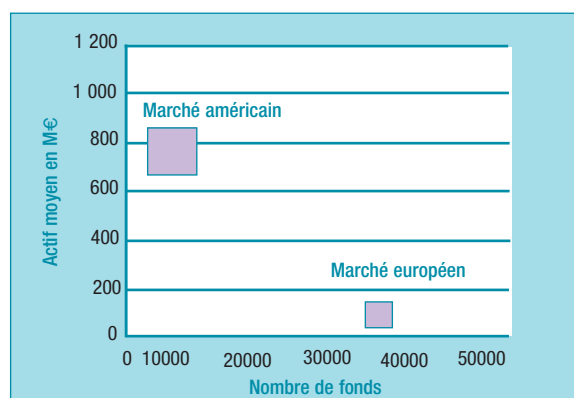
- > De type CSD : où le passage d'ordres et le Règlement/Livraison sont effectués par le dépositaire (France, Allemagne, etc.).
- > De type TA, adopté par des hubs (Luxembourg), où les ordres et le Règlement/Livraison sont traités de manière bilatérale entre les distributeurs, les teneurs de registre et les agents de transfert (TA).

Nombre de fonds en Europe et aux Etats-Unis

Au 31/12/2008	Europe (fonds UCITS)	Etats-Unis (Mutual funds)
Actifs	4 575 Mds€	6 899 Mds€
Nombre de fonds	37 643	8 022
Taille moyenne des fonds	121,5 M€	860 M€

Source : EFAMA et ICI

Encours gérés en Europe et aux Etats-Unis



(2) KID en anglais : Key Information Document - (3) TCC : Teneur de comptes - Conservateur.

Le premier modèle ne permet pas d'identifier facilement les distributeurs/investisseurs, ce qui rend le suivi de l'activité des distributeurs et la gestion des commissions sur encours plus complexes pour les sociétés de gestion.

Dans un contexte de plein développement de l'architecture ouverte, le modèle TA semble aujourd'hui le mieux adapté au marché. Il devra néanmoins progresser en matière de fiabilité du Règlement/Livraison, et d'automatisation/standardisation en matière de gestion des flux.

## >> Entraves et Complexités

Malgré la vision idéale qu'offrent les perspectives de UCITS IV, un certain nombre de points viennent entraver le développement d'un marché européen unifié.

### La fiscalité

Elle reste loin d'une harmonisation. Certes, la fiscalité des fonds UCITS est aujourd'hui globalement la même que pour des fonds domestiques. Néanmoins, certains marchés européens exigent que les fonds UCITS étrangers acquièrent un statut fiscal spécifique et produisent un reporting fiscal pour bénéficier de la même fiscalité que les fonds UCITS domestiques (Allemagne, Autriche).

La nécessité pour les fonds de recourir à du conseil fiscal spécifique rend ainsi les fonds UCITS étrangers moins compétitifs sur ces marchés.

Il en va de même au travers de la Directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, qui impose aux agents payeurs d'intérêts transfrontaliers à destination de particuliers au sein de l'UE, de vérifier certaines informations les concernant.

Là encore, dans certains cas, le recours à des prestataires de type fournisseurs de données est nécessaire dans le cas des marchés appliquant une retenue à la source (Autriche, Suisse, Benelux).

### La croissance de la complexité opérationnelle du marché

Les fonds UCITS doivent composer avec des différences opérationnelles importantes, à la fois linguistiques, informatiques, et procédurales. A l'échelle mondiale, la gestion des horaires de Place constitue un paramètre de plus.

Les échanges entre distributeurs et agents de transfert montent en nombre et en complexité, réduisant considérablement l'effectivité du STP, tout en maintenant dans le même temps des coûts de traitement élevés.

Une rationalisation est donc nécessaire, à la fois sur des paramètres :

- > **Opérationnel** : rationaliser les organisations, documenter les procédures en vérifiant leur pertinence, leur mise à jour et leur suivi effectif afin de limiter les risques.
- > **Humain** : du personnel moins nombreux (automatisation), mais mieux formé, avec une capacité d'intervention multilingue, et au juste coût.
- > **Matériels** : des infrastructures modernes et performantes, tant sur le plan des machines que des réseaux.

Des initiatives menées par des acteurs globaux tels que SWIFT, ou encore l'EFAMA, permettent d'améliorer cette

efficacité, notamment en proposant des normes d'échanges spécifiques au modèle transfrontalier de l'industrie (Norme ISO 20022) et en proposant des solutions abordables (Swift Alliance Lite).

Enfin, on notera que la hausse de cette complexité rend plus difficile le suivi des commissions de distribution. Les *Investor Services* se proposent d'aider les sociétés de gestion dans la mise en place de systèmes de suivi, mais contribuent à freiner la rentabilité du modèle par le niveau de rétribution qu'ils demandent in fine.

## >> Asset Management Ahead

Le développement des fonds UCITS a transformé profondément le marché européen.

La directive UCITS IV constitue un pas de plus vers la mise en place d'un marché unifié de la gestion d'actifs :

- > La levée des obstacles administratifs à la commercialisation transfrontalière des OPCVM,
- > Le remplacement du prospectus simplifié par le concept d'« informations clés pour l'investisseur, *KID* » donnant aux investisseurs des informations essentielles d'une manière claire et compréhensible,
- > La simplicité des fusions entre fonds OPCVM,
- > La possibilité de créer des structures « maître/nourricier »,
- > L'amélioration des mécanismes de coopération entre les autorités de surveillance nationales.

A l'image de la création de l'UE, des freins demeurent, à la fois du fait d'intérêts locaux à préserver (fiscalité, part de l'activité des hubs dans leur PIB, etc.), et de réalités opérationnelles qui s'imposent à ceux qui veulent bâtir à plusieurs (langues et cultures, niveau d'avancement des infrastructures, etc.).

La crise financière incite un nombre croissant de sociétés de gestion à s'ouvrir au marché européen à travers des fonds UCITS. La mise en concurrence globale stimule les gestions, accroît la distribution, et apporte la rationalisation que tout système exige pour se pérenniser.

Les investisseurs institutionnels en tête, ont compris l'intérêt d'ouvrir leurs appels d'offres et leurs portefeuilles à des acteurs qui jusqu'à présent leur paraissaient inaccessibles ou inconnus.

Dans le même temps, les particuliers parfois peu réceptifs à l'architecture ouverte et aux canaux de distribution nouveaux dans certains pays (Espagne, Allemagne), sont soucieux de comparaisons.

Dans ce bouillonnement industriel, les *Investor Services* jouent un rôle clé, tout en subissant aussi les contraintes de l'effet taille à l'échelle du continent, et au-delà. Les effets d'échelle (taille) sont positifs, c'est la non-harmonisation (longue fiscalité) qui joue négativement.

La crise financière a semé des doutes sur l'avenir du secteur. Toutefois, sa modernisation est toujours à l'ordre du jour et UCITS IV est une opportunité pour les acteurs les plus dynamiques ●