

Distribution transfrontière des
fonds en Europe : identifier les
barrières à l'entrée et améliorer la
confiance des investisseurs

Le 19 septembre 2016

Autorité des marchés financiers
17, place de la Bourse – 75082 Paris cedex 02
Tél. : 01 53 45 60 00 – Fax : 01 53 45 61 00

Résumé

Le rapport de la Commission Européenne concernant le projet d'Union des Marchés de Capitaux met en avant la possibilité que les obstacles à l'investissement transfrontière trouvent leur origine dans le droit national ou dans les pratiques administratives, liés à « *une surenchère réglementaire nationale par rapport aux règles minimales édictées par l'Union, tandis que d'autres peuvent découler d'une application divergente de ces règles* ». Afin d'évaluer ces obstacles, la Commission Européenne a rendu publique le 2 juin une consultation sur la distribution transfrontière des fonds d'investissement, visant principalement les gestionnaires, les distributeurs et les investisseurs européens. L'objectif est de recueillir leur avis sur les barrières à la distribution subsistant en Europe (coûts de distribution, frais et taxation, dispositions administratives, etc.).

Cependant, la réalité de ces barrières administratives ne nous semble pas fondée au regard du succès du passeport de commercialisation des fonds européens au sein de l'Union Européenne, et notamment en France. Un argument davantage pertinent semble reposer sur l'étape de commercialisation, qui concerne la mise en avant du produit auprès des consommateurs au sein des réseaux de distribution, ou l'adaptation des produits à leurs préférences.

Dans la lignée des travaux sur le livre vert sur les services financiers de détail, cette note vise à apporter un éclairage plus complet sur la situation française, en comparaison avec les autres pays européens, quant à l'existence de barrières à l'entrée pour les fonds européens. Cette étude vient s'ajouter au *position paper* qui sera envoyé à la Commission Européenne, en sus de l'envoi des réponses de l'AMF à la Consultation publique susmentionnée.

Plan de l'étude

| | |
|--|-----------|
| Introduction | 4 |
| 1. Le passeport européen est dynamique et son fonctionnement efficace | 5 |
| Champ de l'étude et caractéristiques des passeports européens | 5 |
| 1.1. Les passeports semblent largement utilisés au sein de l'espace européen | 6 |
| Panorama du marché dynamique du passeport | 6 |
| La France est particulièrement ouverte aux produits européens | 8 |
| 1.2. Les coûts liés au passeport ne représentent pas un frein à l'entrée | 10 |
| Des frais de passeport hétérogènes mais relativement faibles..... | 10 |
| Une procédure efficace et rapide d'obtention du passeport européen | 11 |
| 1.3. Les autres formalités administratives ne créent pas de nouvelle barrière | 12 |
| 2. Cependant, des limites à la distribution des produits passeportés existent | 12 |
| 2.1. Le poids des réseaux de distribution dans l'offre commerciale..... | 12 |
| La très forte prégnance des réseaux bancaires nationaux dans la distribution des fonds | 12 |
| 2.2. Des coûts pour s'adapter aux consommateurs locaux semblent nécessaires | 14 |
| Des spécificités nationales à prendre en compte, comme les profils des épargnants | 14 |
| Comme dans toute industrie, des coûts indispensables pour pénétrer un marché étranger | 16 |
| 2.3. La fiscalité oriente encore largement l'offre et la demande de produits financiers..... | 16 |
| Les incitations fiscales orientent largement l'épargne des ménages | 16 |
| La compréhension de la fiscalité et de l'univers juridique local est un coût supplémentaire pour les fonds européens souhaitant être commercialisés hors de leur territoire | 17 |
| 2.4. La préférence nationale en matière de produits financiers reste importante pour les consommateurs | 18 |
| Les biais de préférence sont renforcés par le manque d'éducation financière | 19 |
| 3. Quelques propositions afin d'agir réellement pour améliorer la concurrence européenne .. | 20 |
| 3.1. Accompagner l'innovation technologique et la convergence européenne en matière de distribution et de commercialisation..... | 20 |
| Moderniser les réseaux de commercialisation..... | 20 |
| Promouvoir la défense de l'architecture ouverte dans les politiques européennes de régulation .. | 20 |
| Réfléchir à une harmonisation des règles concernant la commercialisation | 20 |
| Cette ouverture des réseaux s'accompagne d'une réforme de la supervision européenne de la libre prestation de service | 21 |
| 3.2. Assurer une égalité de protection des investisseurs européens, quelle que soit la nationalité du produit souscrit ou le lieu de commercialisation | 22 |
| S'assurer de la clarté de tous les documents proposés à l'épargnant..... | 22 |
| Conserver une supervision de proximité, par les autorités connaissant les spécificités des épargnants..... | 22 |
| Renforcer l'éducation financière des épargnants européens, afin qu'ils appréhendent mieux leurs actes d'investissement..... | 23 |
| S'assurer de l'accès de chaque épargnant européen à une médiation | 24 |
| 3.3. Autour de l'ESMA, mettre en œuvre une culture européenne de supervision | 25 |
| Conclusion | 25 |

Introduction

Afin de poursuivre les efforts d'intégration du système financier européen¹, la Commission Européenne a lancé en septembre 2015 l'initiative d' « Union des Marchés de Capitaux (UMC)² » qui vise au développement et à la consolidation des marchés financiers de l'Union européenne.

Une telle intégration a pour objectif une meilleure allocation des ressources en capital, en favorisant une logique d'efficacité sectorielle, ou par bassins de consommateurs, c'est-à-dire ne reposant plus uniquement sur une logique nationale. Selon la Commission Européenne, un système financier européen intégré renforcerait la diversification de l'économie et diminuerait sa volatilité. Il participerait ainsi à la stabilisation de l'union monétaire et à l'amélioration de la résilience de la zone à des chocs extérieurs. Enfin, une convergence de la surveillance et de la régulation financière européenne participerait, selon la Commission, à une meilleure efficacité de la régulation et à une harmonisation des pratiques des acteurs de marché. L'UMC se propose ainsi de développer le marché des capitaux européens afin de « *réduire la très forte dépendance européenne au financement bancaire* » (Juncker, 2014)³. Certains économistes ont en effet récemment montré les effets néfastes pour la croissance économique de long terme de la structure financière européenne, qui repose davantage sur un secteur bancaire de grande ampleur que sur un financement de marché⁴.

L'un des points importants du projet d'UMC est d'accroître et élargir les opportunités d'investissement des institutionnels et des particuliers. Il cible tout particulièrement le secteur de la gestion d'actifs, dans son rôle de financement de l'économie européenne à court, moyen et surtout long terme : « *pour encourager les investisseurs de détail à épargner par l'intermédiaire des marchés de capitaux, il faut des marchés financiers concurrentiels qui permettent aux clients de comparer les produits et de trouver les instruments d'épargne qui leur conviennent le mieux, à des prix compétitifs* »⁵. Dans ce cadre sont notamment étudiées les opportunités pour les fonds d'investissement européens de s'implanter dans d'autres pays d'Europe, afin de renforcer la concurrence transfrontalière, notamment via une amélioration du mécanisme de passeport européen. Dans ce but, la Commission Européenne a lancé une consultation sur la distribution transfrontière des fonds d'investissement, visant principalement les gestionnaires, les distributeurs et les investisseurs européens. L'objectif est de recueillir leur avis sur les barrières à la distribution subsistant en Europe (coûts de distribution, frais et taxation, dispositions administratives, etc.).

Le mécanisme de passeport des fonds d'investissement est déjà bien connu des professionnels et largement utilisé. Il est en effet déjà possible pour la majorité des fonds de proposer leurs produits dans d'autres pays de l'Union depuis 1985 pour les produits OPCVM et depuis 2013 pour les autres fonds AIFM⁶. Cependant, certaines barrières à l'entrée, administratives ou issues des préférences des consommateurs, pourraient persister et entraver la distribution transfrontalière de ces fonds. La notion de « barrière » peut être définie comme toute règle domestique, pratique ou procédure qui peut être un frein à la comparaison des informations ou données (découverte du prix), l'égalité de traitement (exécution) ou l'application des procédures⁷. Les gains potentiels à la suppression des barrières existantes sont de trois ordres : (i) pour les fonds européens, des rendements croissants liés à l'extension de leur zone de commercialisation ; (ii) pour les consommateurs, une offre élargie ; (iii) pour le marché dans son ensemble, une baisse des coûts liée à de possibles économies d'échelle issues d'une concentration du nombre de fonds européens.

Cette note vise, dans un premier temps, à évaluer le fonctionnement du mécanisme de passeport européen en observant le niveau de pénétration en France des fonds européens non français, mais aussi à comparer la situation française avec celle d'autres pays européens. Le premier constat est que ce mécanisme de distribution est largement utilisé par les fonds européens et extrêmement dynamique.

La note apporte ensuite un éclairage sur le type de barrières pouvant exister (et persister) à l'entrée des fonds dans d'autres pays, notamment du côté de l'offre de produits au sein des réseaux de distribution comme de la demande. Elle vise enfin à évaluer les possibilités d'amélioration de la concurrence transfrontalière européenne, tout en s'assurant de la protection offerte aux investisseurs.

¹ European Commission (2015), "Completing Europe's Economic and Monetary Union", Report by Jean-Claude Juncker in close cooperation with DTusk, J Dijsselbloem, M Draghi and M Schulz, Brussels, June.

² European Commission (2015), "Action Plan on Building a Capital Markets Union", Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM (2015) 468/2 Brussels, 30 September.

³ J-C Juncker, (2014), "A new start for Europe: My agenda for jobs, growth, fairness and democratic change", discours d'ouverture de la session Parlementaire européenne plénière.

⁴ Langfield, S, and M Pagano (2016), "Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth", Economic Policy, 31(85): 51-106.

⁵ Commission Européenne (2015), « Plan d'action pour construire une Union des marchés des capitaux », COM(2015) 468 final.

⁶ La directive Alternative Investment Fund Managers concerne les fonds de gestion alternative : les fonds à vocation générale (ex-OPCVM non coordonnés), les fonds de *private equity*, les fonds immobiliers, et quelques *hedge funds*.

⁷ Vallante D. (2016), « Europe's Untapped capital market », Centre for European Policy Studies/Rowman and Littlefield edition.

1. Le passeport européen est dynamique et son fonctionnement efficace

Champ de l'étude et caractéristiques des passeports européens

Le champ de l'étude est celui des fonds vendus dans d'autres pays européens grâce au mécanisme de libre prestation de service. Nous nous intéressons ainsi à la fois aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et aux fonds d'investissement alternatif (FIA). Il est à noter cependant que les FIA pouvant obtenir un passeport européen sont exclusivement destinés à une clientèle professionnelle (tableau 1).

Le passeport européen permet à une société de gestion, ayant obtenu un agrément par l'autorité de son pays d'origine, d'exercer ses activités et de commercialiser ses produits en libre prestation de services dans toute l'Union européenne ou dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économie européen. Il est accessible aux sociétés de gestion de portefeuille agréées à la directive 2009/65/CE (dite « directive OPCVM IV »), ou à la directive 2011/61/UE (dite « directive AIFM »). Il est également possible d'obtenir un passeport afin d'installer une succursale selon le même procédé (en libre établissement), mais ce procédé ne semblant pas poser de problématique particulière, il n'est pas traité ici. Nous nous concentrons donc uniquement sur le passeport permettant la commercialisation dans un autre pays européen.

La possibilité d'étendre le passeport AIFM à d'autres pays hors de l'Espace Economique Européen a également été prévue par la directive AIFM. Sa mise en œuvre est conditionnée à une opinion et un avis de l'ESMA quant au fonctionnement actuel du passeport et à sur son extension éventuelle. Son premier avis, rendu en juillet 2015⁸, fait mention d'un délai supplémentaire nécessaire, afin de continuer d'asseoir la réputation du passeport AIFM et d'étudier les régimes de commercialisation des pays tiers où l'extension du passeport est envisagée. L'ESMA privilégie en effet, dans un premier temps, une extension restreinte à (six juridictions pour l'instant) avec lesquelles les Etats membres de l'UE ont des échanges commerciaux en matière de gestion d'actifs. De même, la directive AIFM propose d'étudier l'éventuelle suppression, en 2018, des régimes nationaux de placement privé, en vigueur dans chaque Etat Membre, au profit du seul mécanisme de passeport prévu par la directive.

⁸ ESMA (2015), "ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs".

Tableau 1 : les différences à prendre en compte pour les OPCVM ou FIA à passeport européen

| | OPCVM | FIA |
|-----------------------|---|--|
| Agrément | Oui, effectué par l'autorité de tutelle du pays d'origine de l'OPCVM | C'est le gérant qui est agréé. Certains ne font pas l'objet d'un agrément, en raison de leur faible actif sous gestion (dans ce cas, il ne leur est pas possible de demander un passeport pour leur FIA ⁹) |
| Clientèle | Particuliers et professionnels | Professionnels uniquement |
| Typologie de produits | Normés par la directive OPCVM (ratios de dispersion des risques, types d'actifs éligibles etc...) | Extrêmement variés tant par la forme (SAS, OPC, ...) que leurs actifs (actifs immobiliers, sociétés non cotées, forêts ...) |
| Liquidité | Forte (fonds à valeur liquidative plus fréquente) | Extrêmement variable, certains produits pouvant être dotés de durées de blocage pouvant aller jusqu'à 10 ans, de préavis de rachat de plusieurs mois, etc. |

1.1. Les passeports semblent largement utilisés au sein de l'espace européen

Panorama du marché dynamique du passeport

Le mécanisme de passeport européen est désormais bien connu des professionnels, puisque son fonctionnement est ancien, datant de 1985 pour les OPCVM. Le succès du passeport pour les OPCVM peut être relié aux caractéristiques du produit (simple et standardisé), et à la construction progressive du passeport dans la durée, qui a permis l'adaptation des producteurs, distributeurs et consommateurs. L'extension du mécanisme aux FIA et son dynamisme semblent démontrer l'intensification de la concurrence entre places de gestion européennes et l'extension des flux transfrontaliers.

En effet, selon les estimations de PwC¹⁰, on comptait 74 000 passeports européens fin 2014 (OPCVM et FIA confondus), dont 49 000 proviennent du Luxembourg et 15 000 d'Irlande. Les destinations favorites de ces fonds transfrontaliers sont l'Allemagne, la Suisse et l'Autriche. Au total, selon PwC, ce sont 10 430 fonds européens qui disposent d'un passeport de prestation dans au moins 3 pays européens (incluant leur domicile). Ces chiffres soulignent le succès du passeport européen, avec certains pays qui se placent en leader du marché transfrontalier, comme le Luxembourg, l'Irlande, et la France (voir graphique 1 et tableau 5 en annexe).

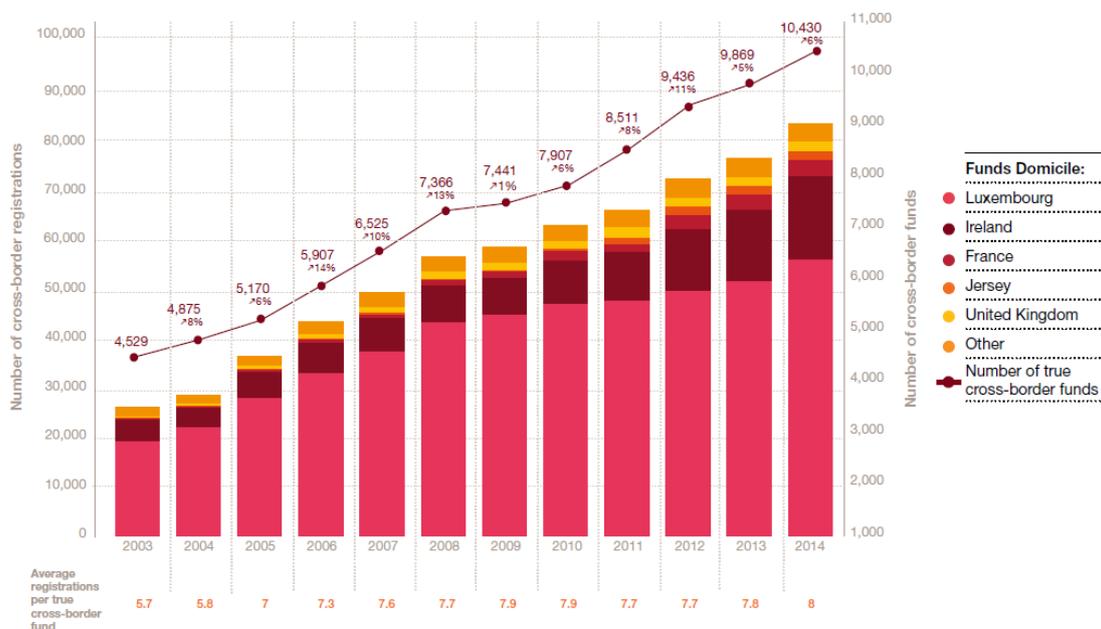
Cependant, l'existence d'un passeport de commercialisation n'implique pas nécessairement que ces fonds aient une réelle activité dans le pays où ils souhaitent s'implanter. En effet, le nombre de passeports évoqué est à mettre en regard du nombre de fonds européens possédant des actifs sous

⁹ En principe, toutes les personnes morales gérant des FIA doivent être agréées en tant que société de gestion de portefeuille au titre de la directive AIFM. Par dérogation à ce principe, les personnes morales gérant exclusivement des FIA dont la valeur totale des actifs ne dépasse pas (i) 100 millions d'euros lorsque au moins un des fonds gérés par la société de gestion a recours à l'effet de levier ou (ii) 500 millions d'euros pour les autres sociétés de gestion n'ayant pas recours à l'effet de levier, doivent uniquement s'enregistrer auprès des régulateurs. Elles peuvent toutefois demander un agrément en tant que société de gestion de portefeuille si elles souhaitent par exemple bénéficier des opportunités offertes par la directive AIFM.

¹⁰ Pricewaterhouse Cooper (2015), « Benchmarking your global fund distribution ».

gestion, estimé à environ 55 000 fonds selon l'EFAMA ¹¹. Cela signifie donc qu'une partie des fonds ayant demandé un passeport européen ne serait pas effectivement lancés dans le pays visé. Cet écart montre la forte volonté des fonds européens de s'implanter dans d'autres pays de la zone, mais que d'autres difficultés ultérieures peuvent empêcher cette implantation.

Graphique 1 : Nombre de fonds commercialisés dans au moins 3 pays européens et nombre d'enregistrements de passeports par pays



Source : PwC, Benchmark your global fund distribution 2015.

Tableau 2 : Top 5 des destinations des fonds domiciliés au Luxembourg et en Irlande

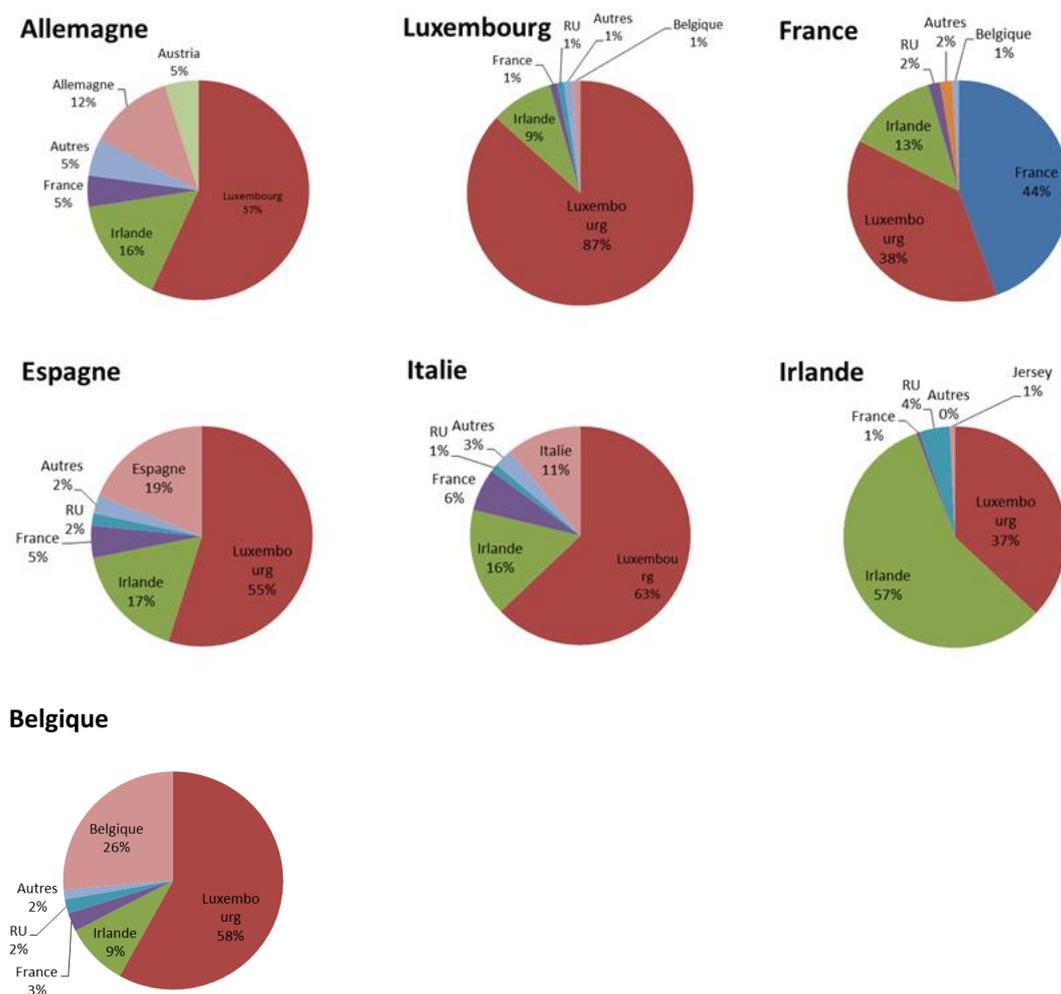
| Luxembourg | | Nombre de fonds | Irlande | | Nombre de fonds |
|------------|-------------|-----------------|---------|-------------|-----------------|
| 1 | Allemagne | 4 704 | 1 | Royaume-Uni | 1 880 |
| 2 | Suisse | 4 098 | 2 | Allemagne | 1 708 |
| 3 | Autriche | 4 067 | 3 | Suisse | 1 371 |
| 4 | France | 3 470 | 4 | France | 1 343 |
| 5 | Royaume-Uni | 3 258 | 5 | Pays-Bas | 1 275 |

Source : PwC, Ibid.

Au niveau européen, la pénétration des fonds étrangers apparaît très variable d'un pays à l'autre, mais représente souvent plus de la moitié des fonds proposés pour un pays donné. On observe surtout la très forte implantation des fonds luxembourgeois dans la plupart des pays européens, y compris dans un pays comme l'Irlande qui exporte également beaucoup de fonds dans d'autres pays européens.

¹¹ European Fund and Asset Management Association (2015), Quarterly Statistical Report Q3 2015.

Graphique 2 : Parts des fonds commercialisés dans un pays européen donné selon leur origine (% du nombre de fonds total).



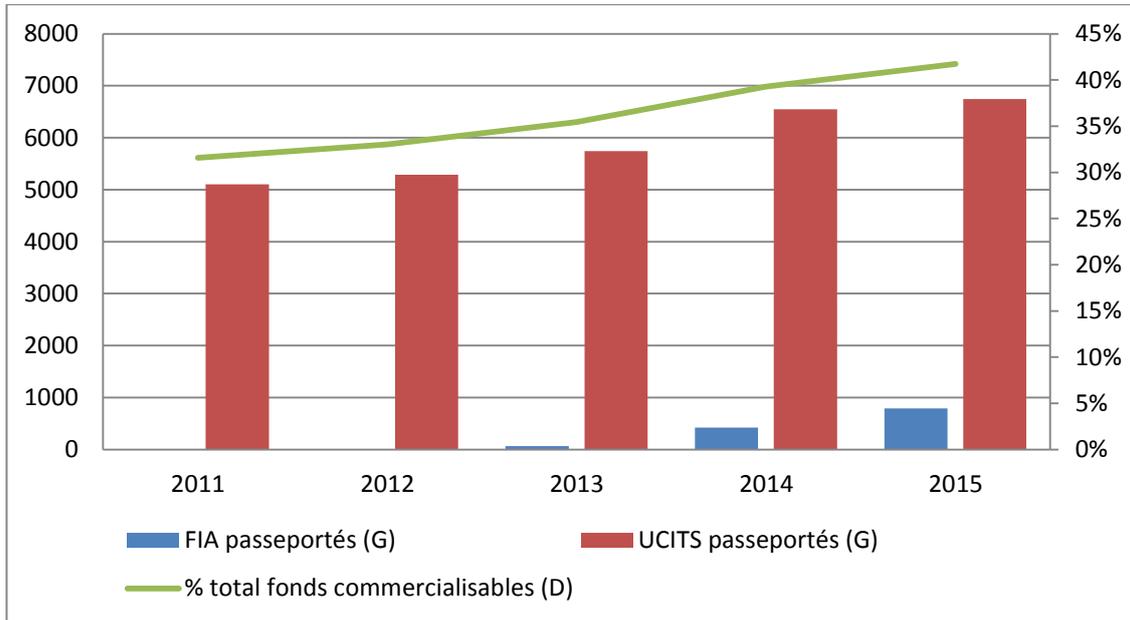
Source : extraction Lipper d'avril 2016, sur la base des fonds actifs primaires par pays, OPCVM et FIA.

La France est particulièrement ouverte aux produits européens

Le marché français est marqué par une forte pénétration de produits venus d'autres pays d'Europe. En janvier 2016, plus de 7 500 fonds européens sont autorisés à être commercialisés en France. Le nombre de fonds européens représente actuellement 42% des fonds commercialisés en France, soit plus de 6 700 OPCVM et environ 800 FIA. Cela signifie par exemple que pour les fonds destinés aux particuliers, le nombre de fonds européens commercialisés en France et potentiellement proposés à la vente (6 700 OPCVM) est supérieur aux fonds français (3 500 OPCVM et 3 000 fonds d'investissement à vocation générale).

De surcroît, l'évolution du nombre de fonds obtenant un passeport est en progression constante depuis la création des différents passeports européens (graphique 3). Un point notable est que ces fonds européens ne comprennent pas les organismes de placement collectifs (OPC) uniquement distribués en assurance-vie, signifiant que le nombre total d'OPC européens commercialisés en France est probablement bien supérieur.

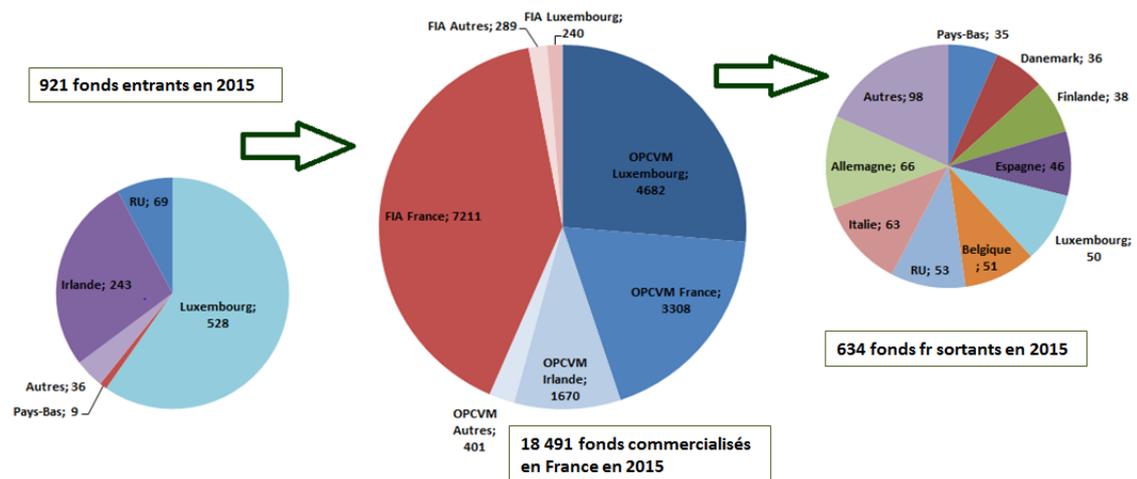
Graphique 3 : Evolution du nombre de fonds européens ayant obtenu l'autorisation d'être commercialisés en France, et en pourcentage des fonds commercialisables



Source : données AMF.

Si les sociétés de gestion françaises exportent également leurs produits en Europe (634 passeports de commercialisation de produits OPCVM et FIA en flux en 2015), elles le font, on le voit, dans une moindre proportion que les fonds entrants en France (graphique 4). De plus, la diversité de leurs destinations de commercialisation est largement supérieure à celle des fonds entrants en France, venant principalement du Luxembourg (à 57%) et d'Irlande (26%).

Graphique 4 : Fonds d'investissement vendus en France par nationalité d'origine, stock et flux entrants et sortants (en nombre de passeports)



Note : le camembert central est le nombre de fonds commercialisés en France par nationalité d'origine (« stock »). Les deux camemberts latéraux représentent respectivement le flux des fonds commercialisés en France par pays d'origine (G) et les fonds français obtenant un passeport selon le pays de commercialisation (D) ; ces deux répartitions cumulent les OPCVM et les FIA, les différences étant faibles entre les deux types de fonds.

Source : données AMF.

L'attrait des fonds européens vis-à-vis des fonds français n'apparaît pas à travers la comparaison de leurs frais, qui ne semblent pas sensiblement différents selon leur origine. Approchés par l'analyse du ratio de

frais, une mesure basique qui totalise l'ensemble des coûts associés à la gestion et à l'administration des fonds et les compare à l'ensemble des actifs sous gestion, ils ne semblent pas se distinguer fortement entre pays. Les fonds les plus gros ont cependant des frais moins élevés.

Table 3 : Comparaison des ratios de frais moyens des principaux fonds vendus en France par origine, et focus sur les plus gros fonds (décile supérieur des actifs sous gestion)

| | Tous les fonds commercialisés en France | | | Top 10% des fonds en matière d'actifs sous gestion | | |
|--------------|---|--------------------------------------|---------------------------|--|--------------------------------------|---------------------------|
| | Nombre de fonds par origine | Moyenne des actifs sous gestion (M€) | Moyenne du ratio de frais | Nombre de fonds par origine | Moyenne des actifs sous gestion (M€) | Moyenne du ratio de frais |
| France | 4470 | 135,2 | 1,53 | 291 | 1300,6 | 0,98 |
| Luxembourg | 3825 | 191,2 | 1,53 | 475 | 1084,8 | 1,38 |
| Irlande | 1326 | 378,4 | 1,05 | 221 | 1890,4 | 0,68 |
| RU | 183 | 595,7 | 1,43 | 63 | 1541,5 | 1,46 |
| Belgique | 97 | 78,6 | 1,72 | 2 | 769,14 | 1,59 |
| Allemagne | 59 | 984,5 | 0,86 | 21 | 2547,2 | 0,74 |
| Jersey | 59 | 9,3 | 0,83 | - | - | - |
| Danemark | 25 | 110,6 | 1,35 | 2 | 730,0 | 0,39 |
| Total | 10081 | 201,0 | 1,46 | 1081 | 1362,9 | 1,12 |

Source : données Lipper, analyse AMF sur la base des fonds actifs primaires par pays, OPCVM et FIA.

1.2. Les coûts liés au passeport ne représentent pas un frein à l'entrée

Des frais de passeport hétérogènes mais relativement faibles

Chaque pays d'accueil est libre de fixer le montant des coûts liés au passeport. Selon les juridictions, ces coûts sont prélevés sous la forme d'une taxe d'un montant fixé par le Parlement (comme c'est le cas en France), ou de frais déterminés par l'autorité de marché du pays d'accueil.

Ces derniers peuvent eux-mêmes se décomposer en plusieurs montants : le coût de la postulation à l'entrée dans le pays, le coût du passeport en lui-même, les frais de publication et de proposition au public, auxquels s'ajoutent de potentiels frais de supervision annuels ou mensuels. Certains pays distinguent selon le nombre de compartiments du fonds, alors que d'autres ne prennent pas en compte ces différences. A ces frais peuvent s'ajouter, pour certains pays comme le Luxembourg, la facturation des réponses de l'autorité aux demandes d'information sur la qualification des fonds à une commercialisation. En France, pour les passeports entrants, qu'ils soient issus d'un FIA ou d'un OPCVM étranger, gérés ou non par une société de gestion étrangère, le coût est le même. Il est composé d'une taxe fixe réglée lors du dépôt du dossier (2 000 €) puis d'une taxe annuelle du même montant pour toute la durée de commercialisation en France.

Il a été possible de collecter les coûts des passeports pour les FIA et les OPCVM (tableau 3). Ces données issues des cabinets CMS et Caceis seront toutefois affinées à l'aide du travail de la Commission européenne visant à évaluer la disparité de ces frais¹².

Il apparaît tout d'abord que ces frais sont très faibles au regard de l'activité de ces fonds : ainsi, **des frais compris entre 0 € et 4000€, représentent entre 0% et 0,0016% du montant moyen d'actifs sous gestion des fonds européens**¹³. Ainsi, ces frais, qu'il convient de relativiser en les mettant en regard des coûts juridiques de création de nouveaux prospectus ou de nouveaux produits adaptés à une nouvelle clientèle, ne paraissent pas très importants. **Il ne semble donc pas que ces frais puissent constituer une réelle barrière à l'entrée à l'implantation sur un nouveau marché européen.**

De plus, on observe que les coûts d'entrée et de supervision sont très variables, la France se situant dans la médiane des pays européens. Il apparaît que les montants demandés sont très hétérogènes reflétant ainsi un manque de lien entre le niveau de ces frais et les coûts pour l'administration d'accueil. Cette hétérogénéité du montant des coûts de passeport, de la façon dont ils sont prélevés (annuellement, à

¹² Questionnaire adressé aux Autorités européennes nationales par la Commission Européenne en 2015, « Questionnaire on marketing under the UCITS Directive, AIFMD and ELTIF/EuVECA/EuSEF Regulations ».

¹³ Moyenne de portefeuille pour les fonds européens issue des estimations de l'EFAMA. Voir EFAMA (2015), "International Statistical Report Q3 2015".

l'entrée) et leur manque de transparence pour certaines juridictions, a d'ailleurs été mise en avant par l'ESMA dans son avis sur l'efficacité du fonctionnement du passeport européen pour les FIA¹⁴.

Cependant, leur unification peut sembler difficile pour deux raisons : tout d'abord, ces frais dépendent de la fiscalité nationale ou des choix des autorités nationales. Deuxièmement, ces frais correspondent dans certains pays à de réels coûts du service de surveillance de la probité du fonds et de la stabilité financière. En France, par exemple, ces frais participent au financement de 60 collaborateurs qui contrôlent les fonds, et à l'utilisation et la mise à jour d'outils technologiques de surveillance, comme le mécanisme d'alerte et de surveillance des valeurs liquidatives.

Tableau 4 : Comparaison des coûts pour les FIA et OPCVM de s'implanter dans un autre pays de l'UE selon les pays d'accueil

| Pays | FA | | Actifs sous gestion des FIA 2015 par pays (en M€) | OPCVM | | Actifs sous gestion des OPCVM 2015 par pays (en M€) |
|-------------|---------|----------|---|---------|---------|---|
| | Entrée | Annuel | | Entrée | Annuel | |
| Allemagne | 2 520 € | 204 € | 1 419 383 | 115 € | 494 € | 309 852 |
| Autriche | 1 100 € | 600 € | 89 033 | 1 110 € | 600 € | 79 206 |
| Danemark | 0 € | 668 € | 150 498 | n.a. | n.a. | 107 871 |
| Espagne | 2 500 € | 3 000 € | 68 948 | 1 000 € | 2 500 € | 18 542 |
| France | 2 000 € | 2 000 € | 919 879 | 2 000 € | 2 000 € | 762 929 |
| Grèce | 0 € | 0 € | 2 625 | n.a. | n.a. | 4 422 |
| Irlande | 0 € | 0 € | 451 952 | n.a. | n.a. | 1 446 873 |
| Italie | 0 € | variable | 55 520 | 0 € | 4 000 € | 226 043 |
| Luxembourg | 2 650 € | 2 650 € | 559 341 | 2 650 € | 2 650 € | 2 946 860 |
| Malte | 1 250 € | 4 000 € | 7 412 | n.a. | n.a. | 2 737 |
| Pays-Bas | 0 € | 0 € | n.a. | 1 500 € | 0 € | n.a. |
| Portugal | 0 € | 0 € | 14 982 | 0 € | 0 € | 7 577 |
| Royaume-Uni | 0 € | variable | 396 214 | 773 € | 766 € | 1 083 481 |

Sources: CMS Guide to passporting, 2016, ESMA, EFAMA, Caceis

Enfin, il apparaît surtout qu'il n'existe pas de lien entre le montant des frais demandés et la présence de fonds européens sur le territoire national. Par exemple, l'Allemagne et l'Italie, dont les frais d'entrée pour les FIA sont respectivement parmi les plus élevés et les plus faibles d'Europe, accueillent toutes deux un nombre quasiment semblable de fonds européens (environ 88% de l'ensemble des FIA commercialisés sur leur territoire).

Une procédure efficace et rapide d'obtention du passeport européen

Afin d'obtenir un passeport, le gestionnaire agréé dans l'Union adresse une documentation complète à son autorité d'origine, qui dispose d'au maximum 20 jours ouvrables pour le transmettre aux autorités compétentes des États membres où le fonds doit être commercialisé. L'ESMA met cependant en avant, dans son avis sur l'efficacité du fonctionnement du passeport FIA européen, que certaines autorités nationales le dépassent parfois. Elle appelle ainsi à davantage respecter ce délai standardisé par la directive AIFM¹⁵.

Chaque autorité nationale dispose ensuite d'un délai de 5 jours pour accuser réception du dossier et peut le mettre à profit pour juger s'il y a, ou non, lieu de demander les supports de commercialisation, en fonction de l'identification d'un risque de mauvaise commercialisation. Cependant, pour le gestionnaire d'actif, dès réception de la notification de son autorité compétente de la communication à l'autorité hôte des documents nécessaires, la commercialisation peut alors commencer. Le contrôle du régulateur du

¹⁴ Ibid.

¹⁵ ESMA (2015), "ESMA's opinion to the European Parliament, Council and Commission and responses to the call for evidence on the functioning of the AIFMD EU passport and of the National Private Placement Regimes".

pays d'accueil n'est donc pas une réelle contrainte. En effet, le fonds souhaitant s'implanter qui est déjà agréé dans son pays d'origine a déjà fait l'objet d'une instruction par son autorité.

1.3. Les autres formalités administratives ne créent pas de nouvelle barrière

En sus de l'obligation de détenir un passeport par pays, chaque fonds souhaitant s'implanter dans un autre pays européen peut être confronté à une autre obligation : dès lors qu'un fonds souhaite être commercialisé auprès d'une clientèle non professionnelle, il a l'obligation de traduire dans la langue du pays d'accueil le document d'information clés pour l'investisseur¹⁶. En France s'y ajoute la nécessité de traduction de toute l'information véhiculée autour de son produit pour la clientèle non-professionnelle¹⁷. Cette obligation apparaît néanmoins indispensable afin de s'assurer la bonne compréhension du produit auprès des consommateurs. Pour l'autorité d'accueil, c'est une nécessité permettant de s'assurer de l'interprétation correcte des fondements juridiques des documents proposés. Enfin, pour le fonds commercialisé, c'est un élément favorable à la publicité de son produit.

Au final, au vu du succès du passeport européen et des faibles coûts qui lui sont attachés, le passeport européen fonctionne efficacement.

Le rapport de la Commission Européenne concernant le projet UMC met en avant la possibilité que les obstacles à l'investissement transfrontalier trouvent leur origine dans le droit national ou dans les pratiques administratives, liés à « une surenchère réglementaire nationale par rapport aux règles minimales édictées par l'Union, tandis que d'autres peuvent découler d'une application divergente de ces règles »¹⁸.

Cependant la réalité de ces barrières administratives ne semble pas fondée au regard de leur faible poids, mais surtout du succès des commercialisations des fonds européens au sein de l'Union Européenne. Un argument davantage pertinent semble reposer sur l'étape suivant l'obtention du droit à commercialisation, qui concerne la mise en avant du produit auprès des consommateurs, à travers les réseaux de distribution des fonds. Des coûts de commercialisation, qui ne dépendent pas des contraintes réglementaires, peuvent ainsi être un facteur limitatif à l'exportation. Nous étudions dans la section suivante les caractéristiques françaises qui pourraient être vues comme des barrières à l'entrée à ce niveau.

2. Des limites à la distribution des produits passeportés existent

2.1. Le poids des réseaux de distribution dans l'offre commerciale

La très forte prégnance des réseaux bancaires nationaux dans la distribution des fonds

Les sociétés de gestion peuvent s'appuyer sur trois types de canaux de distribution pour la commercialisation de leur fonds pour les clients professionnels et particuliers : (i) les équipes commerciales internes pour conseiller des clients, (ii) les canaux traditionnels, comme les réseaux bancaires ou de compagnies d'assurance, (iii) d'autres canaux externes comme les conseillers en investissements financiers ou les plateformes en ligne.

Cependant, en Europe, les réseaux bancaires sont les canaux de distribution privilégiés : le cabinet Mackay Williams¹⁹ estime en 2014 que sur l'ensemble du marché des fonds européens, 45% sont distribués par les banques généralistes auprès des particuliers, 18% par des banques privées et 11% par les assurances. Les conseillers ne représentent que 11% des ventes. Certains pays ont une distribution bancaire particulièrement dominante, comme les Pays-Bas où elle représente 95% de la distribution de fonds aux particuliers, l'Italie où elle en représente 90%, ou même l'Espagne (87%). Dans la plupart des autres pays, la distribution bancaire est toujours largement majoritaire, comme en Allemagne où elle représente 73% des encours²⁰. Il faut également veiller à ce que les réglementations financières

¹⁶ Article 94 de la Directive OPCVM.

¹⁷ Article 411-129 III du RGAMF.

¹⁸ Ibid.

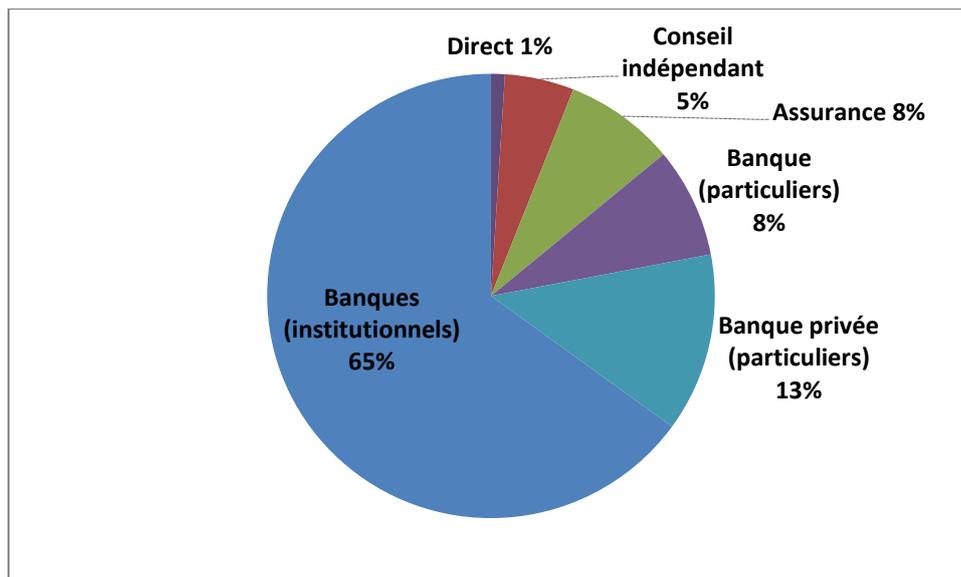
¹⁹ Fundscape, Alfi (2014), "Navigating the post-RDR landscape in the UK / Assessing the potential impact of an RDR regime on the European fund industry".

²⁰ Ibid.

européennes récentes, par le coût de leur mise en œuvre, ne soient pas un facteur privilégiant les architectures fermées ou les réseaux de distribution existants.

En France, ce canal est également très important, notamment pour les particuliers : une étude du Cabinet Deloitte²¹ estimait en 2012 que plus de 80% des encours d'OPCVM étaient distribués aux particuliers par les canaux traditionnels, via les réseaux bancaires (44%), les compagnies d'assurance (25%), et les banques privées (12%). Ce très fort poids des réseaux bancaires se vérifie également pour les clients institutionnels (graphique 5).

Graphique 5 : Répartition des canaux de distribution aux particuliers et institutionnels en France



Source : Fundscape 2014.

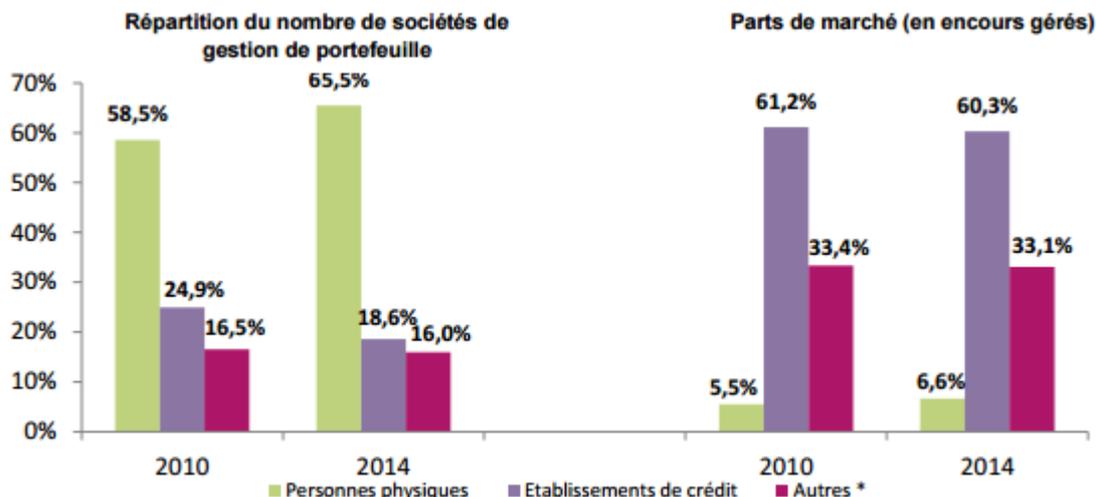
Une autre caractéristique notoire du marché français est la très forte présence des sociétés de gestion de portefeuille détenues par les établissements de crédit. Leur part de marché est très forte (plus de 60%), avec des encours sous gestion de 1 990 milliards d'euros en 2014.

Il est vraisemblable que lorsque les sociétés de gestion sont détenues par des établissements de crédit, elles s'appuient sur leur réseau de distribution existant. En effet, selon une enquête de l'Association française de gestion, les sociétés de gestion généralistes filiales de groupes bancaires, lorsqu'elles se vendent en France, ont principalement recours aux canaux de distribution de leur groupe bancaire d'appartenance (39%) ou aux équipes commerciales internes pour leurs clients en compte propre (57%). Seul 4% de leur distribution est effectué via des canaux tiers, comme d'autres banques de détail, des conseillers indépendants ou des plateformes en ligne²².

²¹ Deloitte Financial Services (2012), « MIFID 2 « Inducements » : Quelles évolutions pour le modèle de distribution français ? ».

²² Etude AFG sur la distribution d'OPCVM - Avril 2014.

Graphique 6 : Evolution de la répartition et des parts de marché des sociétés de gestion de portefeuille françaises selon leur actionnariat entre 2010 et 2014



*La catégorie « autres » rassemble les entreprises d'assurance et mutuelles, les prestataires de services en investissement, ainsi que les sociétés de droit public.

Source : AMF

Le poids des réseaux de distribution bancaires ont plusieurs effets sur les produits proposés en Europe: tout d'abord, les réseaux bancaires européens sont domestiques à 75%²³, ce qui peut se traduire par la mise en avant de produits eux-aussi nationaux. Le fait que les fonds européens soient insuffisamment proposés au sein des réseaux de distribution peut donc s'expliquer en partie par le fait que les banques européennes sont peu implantées dans d'autres pays d'Europe. **Cette prégnance du marché domestique limite ainsi particulièrement la commercialisation de fonds nouvellement entrants, qui ne disposent pas de relais au sein des réseaux bancaires.**

De plus, **les liens entre sociétés de gestion de portefeuilles et réseaux bancaires signifient que ceux-ci auront tendance à davantage privilégier les produits « maison », issus de leurs sociétés de gestion.** Cette tendance chez les réseaux bancaires à privilégier leurs propres produits a notamment pu être observée en France, à travers les visites mystères menées par l'AMF en agences bancaires en 2014²⁴. Compte tenu de la largeur de l'offre proposée au sein des réseaux existants, ce facteur n'est pas dommageable pour le consommateur en matière de profondeur de l'offre, mais peut l'être au niveau de son coût.

2.2. Des investissements pour s'adapter aux consommateurs locaux semblent nécessaires

Des spécificités nationales à prendre en compte, comme les profils des épargnants

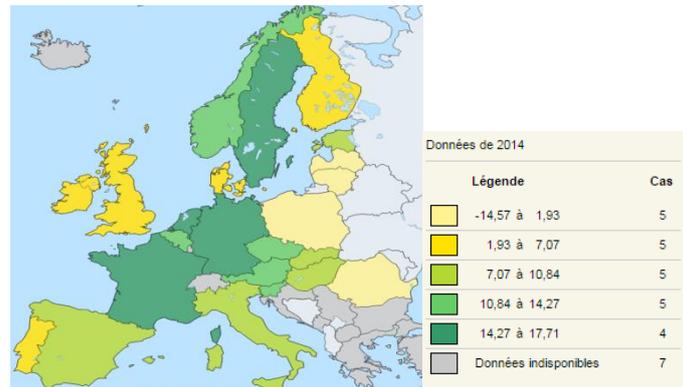
Les patrimoines des ménages diffèrent significativement dans les pays européens, notamment leur détention d'actifs immobiliers, ce qui impacte significativement leur appétence pour l'investissement financier. Ces différences constituent des contraintes structurelles que doit prendre en compte tout nouvel entrant sur le marché.

Tout d'abord, les taux d'épargne sont sensiblement différents selon les pays d'Europe comme le montre la carte 1. On observe certains pays traditionnellement épargnants (Allemagne, France), des Etats moins épargnants (Royaume-Uni, Scandinavie) et des Etats peu épargnants voir dés-épargnants sous l'effet des difficultés économiques (Pologne, Lituanie). Derrière ces statistiques agrégées, ce sont bien les comportements individuels des épargnants qui sont divers.

²³ F. Allen et al. (2011), "Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies", Centre for Economic Policy Research.

²⁴ Ces visites ont été réalisées dans 220 agences représentant les 11 principales enseignes bancaires, en région parisienne et en province. Pour plus d'information, voir la lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF, n°12. Les visites mystères de l'AMF sont basées sur deux types de profils : risquophobe et risquophile et visent à évaluer l'adéquation des propositions d'investissement aux profils des épargnants. Dans le premier cas, 13 % des propositions commerciales ont porté sur des produits comportant une certaine part de risque tandis que dans le second cas cette proportion s'établit à 25 %.

Carte 1 : Taux d'épargne brut des ménages européens (en %)



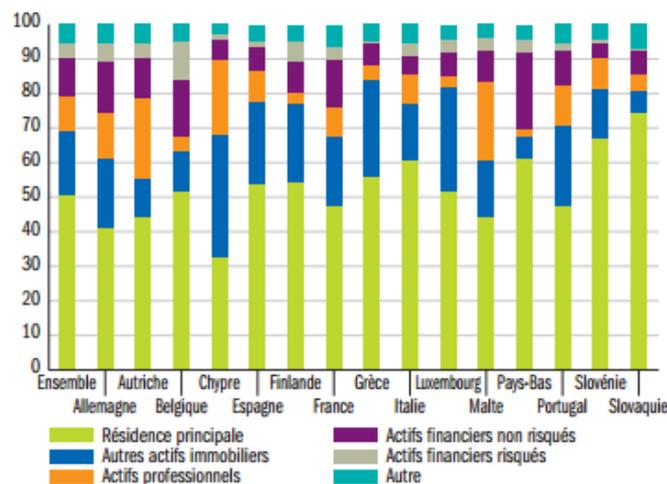
Le taux d'épargne brut des ménages est défini comme l'épargne brute divisée par le revenu disponible brut des ménages²⁵.

Source : données Eurostat pour 2014.

De plus, l'épargne immobilière a un impact sur les profils des épargnants et leur appétence pour investir dans d'autres actifs. Celle-ci est également très différente selon les pays : en Allemagne, le taux de détention de la résidence principale est le moins élevé de la zone euro (44 % des ménages allemands contre 60 % en moyenne pour le reste de la zone). À l'opposé, plus des trois quarts des ménages sont propriétaires de leur résidence principale en Slovaquie, en Slovénie, en Espagne, à Malte et à Chypre. La France occupe une position intermédiaire : 55 % des ménages sont propriétaires de leur résidence principale²⁶.

Arrondel et Savignac (2016)²⁷ observent que les actifs des ménages de la zone euro, sont divers, notamment dans leur détention de produits risqués (graphique 8). Sur l'ensemble des pays considérés, l'immobilier (résidence principale et autres actifs immobiliers) représente près de 70 % de la valeur des actifs détenus par les ménages et le patrimoine financier environ 15 %, dont à peine 4 % investi en actifs financiers risqués (actions, fonds communs de placement, obligations).

Graphique 7 : Structure des actifs des ménages dans les pays de la zone euro (en %)



Le patrimoine privé est séparé en six grandes catégories : le logement principal, les autres biens immobiliers (résidence secondaire, immobilier de rapport), les actifs professionnels, une classe d'actifs financiers risqués (actions, fonds communs de placement, obligations) et des actifs financiers dits « non risqués » (comptes chèques, livrets et dépôts à vue, épargne retraite privée volontaire). Enfin, une catégorie « autre » regroupe le patrimoine résiduel (biens durables - véhicules, bijoux, œuvres d'art).

Source : Arrondel et Savignac (2014)²⁸.

²⁵ L'épargne brute est la part du revenu disponible brut qui n'est pas affectée à la dépense de consommation finale. Le revenu disponible brut est le revenu à la disposition des ménages pour consommer et épargner. Il comprend l'ensemble des revenus d'activité, des revenus du patrimoine et les prestations sociales, auxquels sont soustraits les impôts directs et les cotisations sociales.

²⁶ Arrondel et Savignac (2016), « Immobilier et actifs financiers des ménages : quelles différences de comportement au sein de la zone euro ? », Rue de la Banque n°19, février 2016, Banque de France.

²⁷ Ibid.

²⁸ Arrondel et al. (2014), "How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem household finance and consumption survey", Banque de France, Working Paper, n° 504 et European Central Bank, Working Paper, n° 1722.

Les raisons de ces différences sont multiples. Elles peuvent être dues à des différences de structure et de caractéristiques de population (âge, revenus, situation familiale...). Elles recouvrent aussi des aspects culturels (transmission du patrimoine immobilier dans les familles, cohabitations intergénérationnelles), historiques (collectivisation des biens dans les ex-pays socialistes, politique de reconstruction après la guerre), et institutionnels (fonctionnement des marchés locatifs, secteur de la construction, fiscalité, politique du logement, amortisseurs sociaux). A l'aide d'un modèle économétrique estimé pour étudier le rôle des facteurs sociodémographiques dans les choix patrimoniaux des ménages, Arrondel et Savignac (2016) expliquent les montants investis dans un actif détenu par les ménages selon les pays. Les variables corrélées à l'achat d'actifs financiers risqués sont : la valeur du patrimoine global et notamment de la résidence principale, le niveau de revenus, le niveau général d'éducation, la composition du ménage (les personnes seules ayant davantage tendance à acheter des placements risqués), et la faiblesse des taux de remplacement moyens des systèmes de retraite²⁹.

Cela montre bien que les produits commercialisés dans chaque Etat doivent correspondre aux pratiques d'épargne locales : des individus ayant une faible épargne devraient se voir diriger prioritairement vers des produits liquides et sans risque. Une épargne plus abondante peut être partiellement placée en produits moins liquides et plus risqués. De la même manière, une part importante des placements financiers étant structurée autour de l'organisation de la future retraite de l'épargnant, cela implique une bonne connaissance des mécanismes locaux de gestion des retraites, sous peine de ne pas proposer de produits adaptés à la demande des consommateurs. Enfin, le profil des épargnants doit définir le type d'accompagnement qui doit être proposé au moment de l'acte d'investissement.

Comme dans toute industrie, des investissements indispensables pour pénétrer un marché étranger

Comme dans d'autres secteurs, les gestionnaires d'actifs doivent effectuer des investissements indispensables afin de pénétrer un marché étranger. Certaines caractéristiques propres au secteur doivent être prises en compte. Tout d'abord, les produits proposés par les fonds nationaux bénéficient d'une forme de rente, sous la forme d'un surplus de confiance accordé par les consommateurs, en étant proposés aux consommateurs depuis plus longtemps que les autres produits. De plus, la temporalité d'un investissement dans un fonds de placement est à prendre en compte. On peut supposer que comme dans le secteur bancaire où la mobilité est faible, le secteur de la gestion d'actifs demeure un marché où la captivité est double : d'une part, les clients changent peu régulièrement de réseau bancaire ou de conseiller en patrimoine indépendant, et d'autre part, ils peuvent choisir de ne pas sortir fréquemment de leurs stratégies d'investissement afin de minimiser les frais d'entrée et sortie ou de respecter les contraintes de liquidité des fonds investis.

Face à une clientèle peu mobile, tout concurrent souhaitant entrer sur le marché doit investir en développement commercial, marketing, publicité pour amener un signal au consommateur quant à la qualité de son produit, ou alors pratiquer des prix compétitifs afin de d'attirer une nouvelle clientèle. Dans les deux cas, son profit sera d'autant réduit, limitant (voire, dans certains cas, annulant) l'intérêt de son entrée sur le marché au moins à court terme. Cela présuppose également une capacité d'investissement importante qui favorise les fonds de grande taille ou les stratégies de niches hautement rémunératrices.

La question de l'entrée sur le marché de fonds européens est donc en partie liée à leur capacité à se faire connaître auprès des consommateurs ou à proposer des produits identiques à des prix plus bas. La création d'une présence locale représente également un investissement important. L'intervention du régulateur n'est évidemment pas souhaitable sur cette question d'avantages comparatifs de chaque agent sur le marché. Il est impératif que sur ce point la libre concurrence s'exerce.

2.3. La fiscalité oriente encore largement l'offre et la demande de produits financiers

Les incitations fiscales orientent largement l'épargne des ménages

Comme le montre le graphique 8, le patrimoine des ménages européens ne comporte qu'entre 5 et 25% d'actifs financiers (risqués et non risqués). Parmi ceux-ci, les ménages européens sont largement incités à se tourner vers des produits d'épargne nationaux défiscalisés. La crise financière a également renforcé le report vers des placements financiers considérés comme peu risqués (épargne retraite, assurance-vie), aux dépens des placements en valeurs mobilières.

Les consommateurs raisonnant pour leurs produits financiers en rendements nets, cette situation implique, sauf à harmoniser la fiscalité de l'épargne sur l'ensemble de l'Union, une connaissance parfaite de la part des professionnels de la fiscalité locale applicable à chacun de leurs produits, mais également

²⁹ Ibid.

aux produits concurrents. Cela implique également de prendre en compte les différences existantes en matière de rémunération de l'épargne administrée ou des garanties d'Etat données à certains produits, qui peuvent écarter les particuliers de produits d'épargne finançant l'économie ou des valeurs mobilières.

Si l'on prend l'exemple français, on observe que 85% des ménages français se tournent ainsi vers ce type de livrets défiscalisés (livret A, de développement durable, etc)³⁰. De la même manière, les ménages se sont de plus en plus tournés vers l'assurance-vie, qui offre un cadre fiscal attractif (lors de la collecte mais également lors de la succession). Ainsi, seuls 16,5% des ménages français détiennent des valeurs mobilières, un chiffre par ailleurs en baisse (tableau 5). Les ménages qui possèdent ces placements sont plus âgés (8% des moins de 30 ans contre 18% des 40 à 49 ans ou des 60 à 69 ans).

Tableau 5 : Évolution entre 1998 et 2015 des taux de détention d'actifs patrimoniaux (en % des ménages de France métropolitaine)

| | 1998 | 2004 | 2010 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Patrimoine immobilier | 58,5 | 60,5 | 61,9 | 62,7 |
| Résidence principale | 53,3 | 55,7 | 58 | 58,9 |
| Autres logements | 18,1 | 17,7 | 18,7 | 18 |
| Patrimoine financier | 90,3 | 90,2 | 90,2 | 90,3 |
| Livret d'épargne | 83,5 | 83,2 | 85 | 85,9 |
| Livrets défiscalisés | 82,5 | 82,6 | 84,7 | 85,6 |
| Livret A | 64,4 | 57 | 68,3 | 75,8 |
| LDD (ex-Codevi) | 37,6 | 41,9 | 39,4 | 36,7 |
| LEP | 14,4 | 23,8 | 24,3 | 19,6 |
| Livret jeune | 17,3 | 17,2 | 14,8 | 14,2 |
| Livrets soumis à l'impôt (livret B, super livrets) | 6,2 | 5,9 | 6,3 | 5,8 |
| Épargne-logement | 40,9 | 41,3 | 31,2 | 32,2 |
| Assurance-vie et ensemble épargne retraite | 40,9 | 36,9 | 42,4 | 44,2 |
| Assurance-vie | 28,9 | 26,2 | 34,7 | 36,5 |
| Épargne retraite (y.c PERP) | 9,2 | 9,7 | 12,3 | 14,4 |
| PEP | 14,9 | 9,2 | 4,4 | 2,6 |
| Valeurs mobilières | 21,2 | 24,2 | 19,3 | 16,5 |
| Épargne salariale | 12,7 | 16,7 | 15,1 | 14,5 |
| Ensemble autres produits financiers | 4,8 | 2,1 | 4 | 4,1 |
| Patrimoine professionnel | - | - | 15,8 | 15 |

Champ : ménages ordinaires résidant en France métropolitaine.

Source : Insee, enquêtes Patrimoine 1997-98, 2003-04, 2009-10 et 2014-15.

Il est à noter qu'en France, il n'existe pas de distorsion dans les incitations fiscales à la souscription au capital d'une entreprise : tout investissement direct ou indirect au capital d'une société qui a son siège social dans un Etat membre de l'Union européenne peut en bénéficier. De la même manière, l'exonération d'impôt sur les produits et plus-values, que procurent les placements effectués dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (PEA), concerne les titres émis par toutes sociétés ayant leur siège dans un Etat partie de l'Espace économique européen³¹. **Ainsi, les épargnants souhaitant investir dans des fonds ou actions européens peuvent le faire en obtenant le même avantage fiscal que pour un produit national.**

La compréhension de la fiscalité et de l'univers juridique local est un coût supplémentaire pour les fonds européens souhaitant être commercialisés hors de leur territoire

Pour les sociétés de gestion qui souhaitent s'implanter en Europe, il s'agit donc de bien saisir les subtilités fiscales nationales afin de proposer des produits conformes aux incitations en vigueur localement. Cela signifie un coût de conformité juridique qui peut être important. De plus, les différences entre les droits nationaux doivent également être prises en considération avant d'envisager une commercialisation systématique sur l'ensemble de l'espace de l'Union Européenne.

Enfin, dans certains pays en-dehors de la France, cette conformité fiscale peut engendrer des frais supplémentaires, sous formes de désignation d'un représentant fiscal, de transmissions de rapports

³⁰ Insee (2015), « Le patrimoine des ménages début 2015 - Repli des valeurs risquées au profit des produits sécurisés », Insee Première N° 1574 - novembre 2015.

³¹ Ces incitations comprennent notamment la réduction d'impôt sur la fortune pour investissement direct ou intermédiaire au capital de PME, la réduction d'impôt sur le revenu dite « Madelin » pour investissement direct dans une PME ou via des fonds communs de placement dans l'innovation ou de proximité. Voir article 885-0 V bis, article 199 terdecies-0 A et l'article 157 du code général des impôts pour le PEA.

financiers spécifiques, voire dans certains cas de coûts supplémentaires pour obtenir un statut fiscal. Au Royaume-Uni, les fonds européens souhaitant bénéficier du statut de *reporting fund* (qui ouvre à l'investisseur la possibilité de bénéficier d'incitations fiscales), doivent mettre en place davantage de *reporting* et sont soumis à une fiscalité moins avantageuse³². La situation est semblable en Allemagne et en Autriche, où les fonds étrangers devront obtenir un statut fiscal spécifique afin d'être attractifs pour les investisseurs locaux (statut « complètement transparent » en Allemagne, statut « blanc » ou « extra-blanc » en Autriche)³³. Afin d'obtenir le traitement fiscal préférentiel dans certains pays, les données fiscales communiquées doivent également être certifiées de manière à garantir que le calcul des données publiées est conforme avec les exigences fiscales locales. La nécessité de se conformer à ces règles locales peut alors représenter un coût supplémentaire et une charge administrative pour les fonds distribués dans ces pays.

2.4. La préférence nationale en matière de produits financiers reste importante pour les consommateurs

Il est crucial de considérer les facteurs pouvant affecter la demande de fonds étrangers pour saisir l'ensemble des déterminants de leur pénétration. Les disparités observées dans la demande d'actifs risquées peuvent être notamment mises au crédit de différences culturelles structurelles plus ou moins prégnantes, qui créent d'importantes différences dans l'appétence du consommateur pour les produits d'investissement proposés.

Selon les estimations de la Commission Européenne, les citoyens européens achètent des produits financiers principalement dans leur pays d'origine : 94% des Européens disent qu'ils n'ont jamais acheté un produit financier en dehors de leur pays d'origine et sont 80% à dire qu'ils n'envisageraient pas d'acheter un produit financier en dehors de leur pays d'origine. Selon cette enquête, ils n'achètent pas ces produits parce qu'ils n'ont pas d'information claire (21%), qu'ils manquent de connaissance de leurs droits (18%) ou à cause de la barrière de la langue (17%)³⁴. Cette enquête n'envisage pas des différences culturelles plus profondes influant sur leur aversion au risque, qui peuvent empêcher certains épargnants de se tourner vers des produits nouveaux ou étrangers.

La littérature économique a en effet mis en évidence des biais dans la demande issue des investisseurs particuliers ou institutionnels, qui pourraient expliquer qu'en dépit d'une offre potentielle abondante de produits étrangers, les ménages préfèrent investir sur des produits nationaux. L'existence d'une préférence nationale (*home bias*, French et Poterba, 1991)³⁵ a initialement été mis en évidence pour expliquer la faible détention d'actions de pays étrangers chez les ménages. Appliqué ensuite à d'autres produits, ce biais dans les préférences individuelles incite les investisseurs à privilégier des produits financiers issus d'acteurs nationaux lorsqu'il s'agit d'investir dans des produits risqués.

L'article de Schoemaker et Soeter (2014)³⁶ propose une métrique de l'*equity home bias* qui permet d'apprécier l'écart entre les actifs étrangers détenus par des investisseurs dans un pays donné et les actifs étrangers effectivement disponibles sur le marché national. L'indice utilisé est tel que, proche de 1, il signifie que la détention d'actifs étrangers est faible, tandis que proche de 0, il signifie que la détention d'actifs étrangers est élevée. Les auteurs montrent qu'il existe de fortes divergences dans l'Union européenne, dont la moyenne de l'indice s'établit à 0,74. En France, il s'établit à 0,79 contre 0,80 en Allemagne, 0,49 aux Pays-Bas, 0,76 au Royaume-Uni ou encore 0,94 en Espagne et 0,98 en Grèce.

Ainsi, transposés à l'univers de la gestion d'actifs, ces résultats signifieraient qu'à caractéristiques équivalentes, les fonds étrangers auraient davantage de difficultés à être commercialisés dans un pays donné que les fonds issus de sociétés de gestion nationales. Un second type de biais comportemental influence les préférences des investisseurs individuels : le biais de familiarité (*familiarity bias*), dont l'existence a été démontrée par Massa et Siminov (2006)³⁷. Il implique que les ménages investissent dans les produits financiers dont ils connaissent, même vaguement, les caractéristiques ou qui s'apparentent à des produits qu'ils connaissent déjà ou dont la marque est reconnue. Ce biais comportemental crée une forme d'inertie chez les investisseurs qui tendent à toujours investir dans les mêmes types de produits et à délaisser les offres nouvelles ou étrangères en dépit de leur plus grande attractivité potentielle. Cette caractéristique des ménages peut en partie expliquer la faible appétence des ménages pour les produits étrangers et vient renforcer l'effet d'une préférence nationale.

³² Les fonds sont notamment soumis à une taxation des revenus forfaitaire, y compris en l'absence de revenus dans l'année. Voir le « Offshore funds Manual » du HM Revenue and Custom britannique.

³³ Caceis (2009), « Distribution transfrontalière des fonds UCITS ».

³⁴ Infographie de la Commission Européenne.

³⁵ French, K. R. and J. M. Poterba (1991) "Investor diversification and international equity markets", *American Economic Review* 81, 222-226.

³⁶ Schoemaker, D and Soeter, C (2014), "New evidence on the home bias in European investment", DFS Policy Briefs No. 34, Duisenberg School of Finance, September.

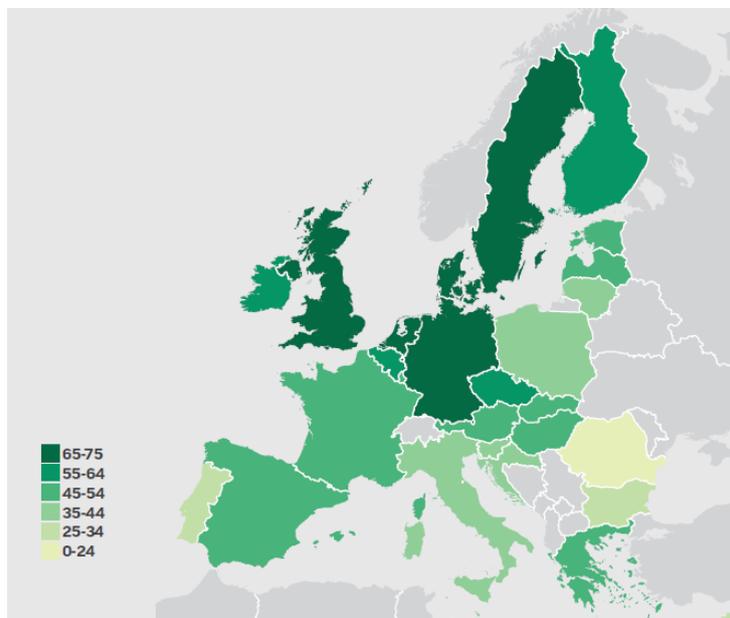
³⁷ Massa, M. and Simonov, A. (2006), "Hedging, Familiarity and Portfolio Choice", *Review of Financial Studies*, 19, issue 2, p. 633-685.

Les biais de préférence sont renforcés par le manque d'éducation financière

Enfin, l'éducation financière des investisseurs individuels pourrait expliquer une large part de l'hétérogénéité des taux de pénétration des fonds européens selon les pays européens. La récente étude de *Standard and Poor's*³⁸ sur les niveaux d'éducation financière montre que les investisseurs individuels ont des niveaux de connaissances financières très variables d'un pays à l'autre (carte 2). Ainsi, si 71% des Suédois ont un niveau d'éducation financière suffisant, ce n'est le cas que de 52% des Français, ou de 22% des Roumains.

Or, comme le montrent Bose et al. (2014) et Kimball et Shumway (2009), le manque d'éducation financière tend à renforcer la préférence nationale ou le biais de familiarité. Les investisseurs dont les connaissances financières sont les moins étoffées ont tendance d'une part à moins diversifier leurs portefeuilles, et d'autre part à investir moins dans des produits dont ils ne maîtrisent pas toutes les caractéristiques ou qui correspondent à des produits étrangers. Les différences de niveaux d'éducation financière doivent donc impérativement être considérées dans le développement d'un marché unifié de la gestion collective, notamment vis-à-vis de la complexité des produits et du conseil disponible.

Carte 2 : Pourcentage de la population considérée comme étant éduquée financièrement selon la méthodologie de *Standard & Poor's*, 2015



Source : *Standard and Poor's*.

De surcroît, l'influence de l'aversion au risque peut être un facteur limitant l'investissement des agents dans des produits vus comme risqués. Gandelman et Hernandez (2015) mettent ainsi en avant que leur indicateur d'aversion au risque varie largement entre les pays européens, allant de 0,35 en Irlande à 1,55 en Belgique (sur une échelle de 0 à 3), la France se situant à 1,43³⁹.

Ces divergences dans les niveaux d'éducation financière et d'aversion au risque des investisseurs individuels peuvent ainsi expliquer certaines rigidités dans la commercialisation de fonds européens auprès d'une clientèle de particuliers.

³⁸ Standard and Pools (2015), "Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey".

³⁹ N. Gándelman, R. Hernández-Murillo, (2015), "Risk aversion at the country level", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper.

3. Quelques propositions afin d'améliorer la concurrence européenne

Il semble possible d'esquisser quelques pistes afin d'améliorer la présence de fonds européens dans d'autres pays d'Europe, en veillant également à maintenir un niveau suffisant de protection des consommateurs. Il est par ailleurs nécessaire de signaler que les questions de fiscalité ne relèvent pas de l'AMF ni des autres autorités de marché européennes.

3.1. Accompagner l'innovation technologique et la convergence européenne en matière de distribution et de commercialisation

Moderniser les réseaux de commercialisation

Un changement bénéfique pour les fonds européens a déjà commencé : il s'agit de la numérisation des réseaux de distribution, qui vient diminuer les avantages liés à la présence locale ou à la connaissance des réseaux de distribution habituels du grand public. **Ces évolutions technologiques vont dans le sens d'une plus grande pénétration des fonds européens sur les marchés nationaux et doivent permettre une meilleure allocation des ressources des épargnants.**

Selon une enquête Médiamétrie effectuée pour l'AMF en 2015⁴⁰, même si le poids des agences physiques de distribution reste important, internet est de plus en plus utilisé comme source d'information sur les placements financiers : 26% des détenteurs de placement se sont ainsi renseignés sur internet et 35% des détenteurs récents. Les plateformes en ligne sont également utilisées comme lieu de souscription direct d'un fonds de placement : 20% des détenteurs récents de parts de fonds d'investissement ont directement souscrit sur internet. Les raisons qui poussent les épargnants à utiliser internet pour la gestion de leur patrimoine reposent sur leur volonté d'avoir une plus grande autonomie (39%), de s'affranchir des horaires d'ouvertures des agences (48%), mais aussi de bénéficier de frais réduits (31%).

Ainsi, certaines sociétés de gestion ont émergé avec une offre de produits exclusivement en ligne. **Ces nouveaux canaux de distribution participent à l'élargissement de l'offre de fonds proposés, notamment européens, car ils sont moins dépendants des réseaux existants.** La montée en puissance du recours à internet ou des réseaux sociaux dans la diffusion d'information à caractère commercial apparaît, par ailleurs, comme une nouvelle opportunité pour les fonds afin d'atteindre une clientèle captive des réseaux bancaires.

Promouvoir la défense de l'architecture ouverte dans les politiques européennes de régulation

L'augmentation des contraintes pesant sur les distributeurs de produits d'épargne pourrait conduire à un repli de ces derniers vers des architectures de distribution fermées, c'est-à-dire au sein desquelles ils n'offrent à leur clientèle que les seuls produits créés par leur groupe ou par certains partenaires. Il s'agirait alors d'un effet pervers de la réglementation européenne qui, en voulant assurer une protection plus grande aux investisseurs, conduirait en réalité les acteurs à limiter drastiquement leurs offres.

Il en est ainsi du dispositif « Gouvernance Produit », introduit par la directive MIF 2, qui impose une interaction étroite entre le producteur et le distributeur du produit en matière de ciblage de la clientèle, ou encore des contraintes pesant sur la rémunération des conseillers financiers (*inducements*), ou enfin des difficultés d'interprétation du règlement PRIIPS, qui pourraient conduire les compagnies d'assurances offrant des contrats multi supports à réduire les choix d'investissements pour éviter de produire de multitudes de KID PRIIPS couvrant toutes les options d'investissement. C'est pourquoi il semble indispensable de prendre en compte, lors des études d'impacts menées par les institutions européennes en amont d'une nouvelle proposition, son impact éventuel sur la distribution en architecture ouverte.

Réfléchir à une harmonisation des règles concernant la commercialisation

Il est nécessaire de rendre davantage comparables les règles en matière de marketing et de pré-marketing au niveau européen. Les divergences actuelles font peser des contraintes différentes selon les pays qu'il conviendra de clarifier afin de s'assurer d'un traitement équivalent au niveau de la zone. Tout d'abord, l'hétérogénéité des règles concernant le marketing au niveau européen est l'un des points faibles du passeport européen, souligné par l'ESMA dans son bilan du passeport FIA⁴¹. La définition même de

⁴⁰ Médiamétrie/NetRatings (2015), « Le rôle d'internet dans la recherche d'information, la souscription et la gestion des placements financiers », échantillon de 2 000 internautes de 18 ans et plus (détenteurs ou non de produits d'épargne), redressé à partir des données issues de l'étude de cadrage de Médiamétrie (Observatoire des Usages Internet) afin d'être représentatif des internautes français de 18 ans et plus, effectué par questionnaire en ligne du 24 juin au 03 juillet 2015.

⁴¹ Ibid.

ce qui constitue le marketing est différente selon les pays européens : dans certains d'entre eux, le fonds peut être commercialisé et entamer sa publicité et sa collecte uniquement après finalisation et validation des documents par son autorité de tutelle. Dans d'autres, des discussions initiales entre sociétés de gestion et investisseurs constituent déjà une forme de marketing que certaines autorités restreignent. Certains Etats membres de l'Union Européenne ont également introduit le concept de pré-commercialisation dans leur législation nationale. L'ESMA appelle ainsi à davantage de convergence dans ces définitions et restrictions.

Cette ouverture des réseaux doit s'accompagner d'une réforme de la supervision européenne de la libre prestation de service

Les nouvelles opportunités qu'offrent les moyens de distribution numériques et l'importance grandissante des réseaux sociaux doivent également être mieux prises en compte par la réglementation. Cela passe à la fois par **une valorisation de la prestation de conseil** alors que les progrès technologiques permettent de fournir aux clients des informations et des opportunités d'investissement en temps réel, **une harmonisation des règles de commercialisation pour les services en ligne** et **une meilleure coopération en matière de surveillance, d'enquête et de sanction spécifique aux prestataires en ligne**.

Au niveau européen, l'AMF appelle à ouvrir une réflexion commune sur ces nouvelles pratiques de consommation, en réfléchissant par exemple à de nouvelles règles permettant de redéfinir les notions de territorialité et de conseil à l'heure du numérique. D'autres initiatives pourraient prendre la forme de règles de supervision numériques communes ou d'un cadre commun de coopération et de sanctions pour les services financiers numériques. L'existence de ces règles communes permettrait également à l'Europe de se positionner en tant que leader international sur ces sujets émergents.

Encadré : Le scandale du Forex démontre qu'il est indispensable d'autoriser une supervision locale des services d'investissement offerts en libre prestation de services

On observe depuis quelques années un attrait des épargnants pour des produits risqués ou atypiques, de type investissement sur le marché des changes dit Forex et dans les options binaires, sans qu'ils en comprennent le risque réel. Le risque de perte en capital encouru par les épargnants investissant sur ces produits est très élevé. L'effet de levier généralement associé à ces produits multiplie les pertes des investisseurs et peut leur faire perdre un montant supérieur à celui qu'ils avaient investi. Même sur des plateformes régulées, les risques pour l'épargnant sont importants, comme le montre une étude de l'AMF menée en 2014⁴².

De plus, certaines des plateformes ne sont pas autorisées et le risque d'escroquerie y est important. En effet, dans certains cas l'argent est détourné et les recours très limités, y compris auprès des autorités de marché européennes. Sur les six dernières années, les autorités judiciaires françaises estiment que 4,5 milliards d'euros ont été perdus par les épargnants français sur les sites de *trading* en ligne proposant essentiellement des opérations sur le marché des changes et des dérivés complexes. Lorsqu'ils ne relèvent pas simplement de l'escroquerie, les opérateurs proposant ces services agissent en vertu du passeport européen au titre de la libre prestation de services. La plupart sont enregistrés à Chypre.

Les procédés de commercialisation utilisés par ces opérateurs auprès des épargnants français sont agressifs et souvent trompeurs, faisant miroiter des gains spectaculaires en occultant ou minimisant les risques sur des transactions totalement inadaptées au public ciblé. Les plateformes de trading spéculatif parviennent, en effet, à attirer des investisseurs grâce aux publicités mensongères que l'on retrouve sur internet. Ainsi, sur l'ensemble des nouvelles publicités sur internet pour les placements en 2015, 44 % portaient sur le trading très spéculatif. Ces plateformes ont également recours aux réseaux sociaux ou au sponsoring des clubs de football pour attirer de nouveaux investisseurs.

Par conséquent, le nombre de plaintes d'épargnants, concernant les plateformes de trading de Forex et options binaires, auprès de la plateforme Épargne Info Service de l'AMF continue de croître depuis 5 ans. Alors que l'AMF ne recevait que 64 plaintes à ce sujet en 2011, elle en a reçu 1 656 en 2015⁴³. De même, le nombre de dossiers portant sur le Forex et les options binaires reçus à la médiation de l'AMF continue de croître, avec 228 dossiers reçus en 2015 contre 46 en 2011.

⁴² Sur une période d'observation de 4 ans et à travers l'interrogation des intermédiaires interrogés (14 799 clients actifs), il apparaît que près de 9 clients sur 10 sont perdants. Voir AMF (2014), « Etude des résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France », octobre.

⁴³ Voir AMF (2015), « Rapport Annuel ».

Ces comportements sont contraires aux règles européennes, introduites notamment par la directive MIF en 2007. Néanmoins, la supervision et la sanction de ces acteurs est un échec, en raison du partage de compétence prévu par cette Directive qui prive l'Etat du lieu de commercialisation du service de toute possibilité d'action immédiate. En application des textes, il revient uniquement à l'Etat d'origine du prestataire d'agir alors qu'il ne peut pas constater lui-même les comportements répréhensibles localisés à l'étranger et que, bien souvent, aucune commercialisation sur son propre territoire n'est faite. S'ajoutent à cela les difficultés techniques et en termes de ressources pour assurer la surveillance d'opérations réalisées à des centaines ou milliers de kilomètres et des actes commerciaux effectués dans des langues différentes de la sienne.

C'est pourquoi en juillet 2016, l'AMF a pris la décision d'interdire à un prestataire, Rodeler Limited (régulé par l'autorité chypriote) de fournir des services à des clients, nouveaux ou existants, sur le territoire français. Cette décision a pris effet le lundi 1er août 2016. En l'espèce, il est apparu que le prestataire Rodeler Limited ne respectait pas, en France, certaines de ses obligations en matière de bonne information, ainsi que celle d'agir de manière loyale et honnête, dans le meilleur intérêt de ses clients, ceci au détriment des investisseurs résidant ou établis en France⁴⁴.

Dans ce contexte, la volonté louable de fluidifier la commercialisation transfrontière des produits d'épargne doit d'abord être l'occasion de s'assurer qu'elle n'offre pas, en raison de l'absence de mécanisme de supervision réelle, des opportunités d'escroquerie ou de manquements à la protection des investisseurs.

3.2. Assurer une égalité de protection des investisseurs européens, quelle que soit la nationalité du produit souscrit ou le lieu de commercialisation

S'assurer de la clarté de tous les documents proposés à l'épargnant

Les différences fondamentales en matière d'éducation financière au sein de l'Union Européenne montrent bien le caractère idiosyncratique des marchés nationaux européens et la nécessaire adaptation de l'offre aux caractéristiques des populations ciblées. Les exigences en matière de pédagogie et d'information des consommateurs doivent ainsi être plus fortes dans les pays où la compréhension des mécanismes financiers les plus basiques est la plus faible.

Cela signifie que les spécificités culturelles doivent être prises en compte dans la manière d'adresser les informations aux épargnants. Au-delà de l'éducation financière, la publicité ou les documents d'information doivent être adaptés aux publics locaux afin qu'ils puissent pleinement jouer leur rôle : informer, expliquer, mettre en garde.

Cela signifie tout d'abord que la langue de l'information commerciale doit être connue de l'investisseur. C'est pourquoi l'AMF est favorable à ce que la publicité effectuée par les fonds soit produite dans la langue et l'alphabet où le fonds est vendu, c'est-à-dire celle de l'investisseur.

De plus, ces éléments doivent également être produits avec une rédaction et un ton qui permettent l'assimilation des informations nécessaires par le public de manière garantie. Dans cette optique, le document d'informations clés (DICI – document simple décrivant, à l'investisseur de détail, les éléments clés dans un langage clair et compréhensible) prévu par le règlement européen PRIIPS (*Packaged retail investment and insurance products*) est le bienvenu.

Conserver une supervision de proximité, par les autorités connaissant les spécificités des épargnants

Actuellement, la directive OPCVM et son passeport de commercialisation prennent pleinement en considération le besoin de tenir compte des spécificités locales des investisseurs de détail. Elle aménage

⁴⁴ Si l'AMF n'est pas compétente pour assurer le respect des règles de bonne conduite des prestataires étrangers intervenant en France en libre prestation de service, l'article 62 de la directive MIF prévoit un mécanisme par lequel l'Etat membre d'accueil prend des mesures appropriées pour protéger les investisseurs sur son territoire lorsqu'un prestataire agit d'une manière clairement préjudiciable à leurs intérêts. Transposée à l'article L. 532-21 du code monétaire et financier, cette disposition permet à l'AMF de prendre « toutes les mesures requises pour protéger les investisseurs et préserver le bon fonctionnement des marchés, y compris, le cas échéant, l'interdiction faite au prestataire concerné de continuer à fournir des services sur le territoire de la France... ».

notamment la possibilité, pour l'autorité d'accueil où le fonds est commercialisé, de prendre les mesures nécessaires à la protection des investisseurs en matière, par exemple, d'informations fournies dans le cadre de la commercialisation du fonds. Les autorités peuvent également prendre des mesures additionnelles fondées sur des échantillonnages ou des plaintes reçues.

L'AMF est convaincue que l'autorité d'accueil est la mieux placée pour évaluer la conformité des supports marketing et publicitaires sur son territoire national. L'AMF souhaite donc que soit entériné le rôle des autorités de régulation nationales comme prépondérant pour garantir la correspondance entre l'offre et les caractéristiques de la demande, notamment en ce qui concerne la documentation commerciale des fonds européens.

Ces prérogatives sont clés dans la définition d'un cadre réglementaire capable de tenir compte des caractéristiques locales des investisseurs de détail, dont seul le régulateur national peut pleinement saisir les enjeux et les besoins. En effet, **il semble incontournable que toute forme de publicité ou de document commercial soit soumis à la surveillance des autorités des pays d'accueil, seules à même de connaître les codes culturels locaux, les réseaux de distribution et les modalités publicitaires habituelles sur son marché national.** Une connaissance fine des niveaux d'éducation financière, des profils de risques et des préférences des investisseurs individuels est aussi nécessaire pour assurer la protection des consommateurs, et ainsi maintenir la confiance dans les produits provenant d'autres Etats membres.

Une transformation de ce système visant à priver l'autorité du pays d'accueil de sa capacité à superviser les documents commerciaux des fonds commercialisés sur son territoire serait dommageable pour l'accomplissement de ses missions de protection des investisseurs. Dans un tel cas, les autorités d'origine devraient supporter des coûts supplémentaires pour être en mesure d'examiner des documents commerciaux dans potentiellement 23 langues différentes. De plus, nous serions face à un problème d'incitation qui verrait un régulateur européen superviser des produits qui ne seraient pas vendus dans sa zone de surveillance et d'autorité.

Il est possible de se référer sur ce point au visa délivré par les services de l'AMF concernant la documentation commerciale des produits complexes. Au troisième trimestre 2015, l'AMF a revu 182 documentations commerciales de titres de créance (tous supports confondus : brochures, sites internet, e-mailing...), dont 121 étaient issus d'un passeport européen, non visé par l'AMF (passeport IN). Pour 41 de ces documentations commerciales (soit 34% d'entre elles), l'AMF a été amenée à faire plus de 5 observations imposant une correction. De plus, l'AMF a entamé un effort pédagogique important envers les producteurs de produits complexes, qui anticipent désormais les exigences de l'AMF et connaissent sa doctrine sur ces produits⁴⁵.

La réglementation européenne ne doit pas conduire à priver l'autorité du pays d'accueil de moyens de s'assurer que la fourniture de services financiers sur une base transfrontalière est bien adaptée aux spécificités des investisseurs de détail situés sur son territoire. **Ne plus transmettre à l'autorité d'accueil d'informations concernant les fonds européens lors de leur commercialisation dans son pays serait dangereux.** Dans une telle situation, l'offre transfrontalière pourrait menacer la bonne protection des investisseurs de détail et nuire à l'image des produits provenant des autres Etats membres. Elle risque aussi d'affecter les conditions d'une saine concurrence au sein d'un même Etat, en soumettant les acteurs intervenant sur un même territoire à des contraintes différentes en termes de commercialisation (puisque fixées par leur Etat membre d'origine).

Renforcer l'éducation financière des épargnants européens, afin qu'ils appréhendent mieux leurs actes d'investissement

Afin de favoriser une culture de « prise de risque proportionnée et mesurée » pour les investisseurs au regard de leur patrimoine et de leurs revenus, un renforcement de l'éducation financière est indispensable. L'AMF participe à cet effort à travers les actions pédagogiques mises en œuvre par sa Direction des relations avec les épargnants et en participant à l'élaboration de dispositifs de certifications professionnelles.

Au niveau européen, l'AMF a appelé à la mise en place d'un plan européen d'éducation financière au sein de l'UMC. Ainsi, en complément d'une politique européenne qui favorise l'accès de tous à un conseil de qualité, l'AMF souhaite qu'à travers l'amélioration de leurs compétences financières, les particuliers puissent renforcer le volet financier de leur patrimoine, diversifier leurs placements financiers et s'engager vers des investissements à long terme en adéquation avec leur profil de risque. Cet effort d'éducation est primordial, car au-delà de son bénéfice en matière de profondeur des marchés et donc de financement de l'économie européenne, il permettrait aux épargnants de mieux diversifier leurs portefeuilles, lisser leur consommation et mieux préparer leurs retraites.

⁴⁵ Position 2010-05.

S'assurer de l'accès de chaque épargnant européen à une médiation

Pour le consommateur, savoir vers qui se tourner en cas de problème lié à un investissement financier est primordial. En effet, un consommateur peut être effrayé à l'idée d'acheter un produit européen en raison de sa méconnaissance des recours possibles en cas de réclamation. Si le client peut en règle générale faire appel au médiateur de son État en cas de litige avec un établissement financier étranger, cette règle ne s'applique pas si le professionnel en question a spécifié contractuellement que les litiges relèvent de son propre *Ombudsman*. Ceci pose alors, outre la question de la langue, celle du type de médiation de l'État dans lequel est situé l'établissement concerné, et de la compréhension des droits locaux.

Tous les professionnels proposant des investissements financiers⁴⁶ doivent indiquer clairement et de façon compréhensible les modalités de saisine du client, notamment les coordonnées des services compétents en cas de réclamation, ainsi que disposer des procédures garantissant un traitement efficace de cette réclamation. L'investisseur doit ainsi être parfaitement informé de ses possibilités de recours en cas de réclamation. Cette obligation est également imposée par le règlement européen PRIIPS : désormais, tous les « documents d'information clé » (DICI), au format clair et concis, devront comporter, en sus des informations de base pour comprendre le produit (qu'il soit financier, bancaire ou assurantiel), une rubrique « Comment formuler une réclamation ? ».

En France, le médiateur indépendant de l'AMF offre, en application de la loi, un service public gratuit et d'accès facile, favorisant la résolution des litiges financiers à l'amiable pour les épargnants et investisseurs. Plus de 1 200 dossiers ont ainsi été traités en 2015. Sur ceux-ci, plus de 70 concernaient des produits européens achetés par des particuliers résidents en France.

La première réponse à cette problématique transfrontalière a été la création en 2001 du réseau européen FIN-NET, un lieu d'échange d'expériences pour les médiateurs dédiés aux consommateurs des prestataires de services financiers (banques, compagnies d'assurance, sociétés d'investissement, etc.) des pays membres de l'UE. Le nombre grandissant de cas transfrontières traités par les médiateurs du réseau (plus de 3 500 cas en 2014, soit deux fois plus qu'en 2010⁴⁷) montre bien la nécessité de renforcer la coopération entre médiations européennes.

A un meilleur dialogue entre autorités s'ajoutent la directive⁴⁸ et le règlement européens des litiges de consommation⁴⁹ visant à garantir à tout consommateur européen un recours effectif à un dispositif de médiation (pour tous types de produits). Le règlement a également instauré, début 2016, une nouvelle plateforme internet qui aidera les consommateurs et les commerçants à transférer de manière automatique les litiges concernant un achat effectué sur internet. Multilingue et accessible à tous, son but est de rassembler les réclamations des consommateurs européens, concernant aussi bien les achats nationaux que transfrontaliers, et de faciliter les procédures en ligne de règlement des litiges extra-judiciaires.

Enfin, l'efficacité et l'usage des systèmes de médiation dépendent également de leur environnement judiciaire domestique. Les professionnels sont d'autant plus enclins à entrer en médiation si celle-ci représente une alternative moins lourde pour eux - en termes de coûts, de temps mais également d'image ou de réputation – que les autres procédures à sa disposition.

Ainsi, une médiation sera plus efficace si le client dispose d'une ou plusieurs possibilités de recours contraignantes pour le professionnel. Le juge judiciaire doit rester une voie de recours accessible en cas de refus du prestataire de rentrer en négociation. C'est encore davantage le cas des systèmes judiciaires proposant des règlements des litiges en groupe (action de groupe). Ce recours peut également prendre la forme d'un recours administratif comme le permet la Direction Générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des Fraudes en France. Laquelle, à titre d'exemple, a reçu plus de 75 000 plaintes en 2014, dont 4 600 relatives au secteur financier.

Des sanctions judiciaires ou administratives potentiellement élevées peuvent aussi inciter les professionnels d'avoir recours à la médiation. Mais plus encore, c'est la publicité des sanctions judiciaires qui amène souvent les prestataires à préférer la médiation : face aux risques d'atteinte à l'image constitués par la publicité des décisions judiciaires, la médiation, processus assurant la confidentialité des échanges et des recommandations, apparaît plus sécurisée, et donc préférable.

⁴⁶ Comprend les prestataires de services d'investissement, conseillers en investissements financiers, conseillers en investissements participatifs, sociétés de gestion de sociétés civiles de placement immobilier et personnes morales émettrices de titres financiers nominatifs dont elles assurent la tenue de compte conservation. Voir Instruction DOC-2012-07 de l'AMF.

⁴⁷ FIN-NET Activity reports 2013-2014.

⁴⁸ Directive 2013/11/UE du 21 mai 2013 relative au règlement extrajudiciaire des litiges de consommation.

⁴⁹ Règlement européen 2013/24 du 21 mai 2013 relatif au règlement en ligne des litiges de consommation.

3.3. Autour de l'ESMA, mettre en œuvre une culture européenne de supervision

La priorité est désormais de veiller à l'efficacité de la supervision des marchés financiers en vue d'aboutir à l'application harmonisée des règles européennes. Le corpus de règles communes désormais en place ne vaut en effet que s'il est appliqué effectivement et de manière harmonisée pour préserver la stabilité financière, la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés et ce, sur une base de concurrence équitable.

Tout d'abord, face aux sites illégaux ou aux plateformes dangereuses proposées actuellement (*trading* en ligne Forex, options binaires ou escroqueries par faux ordres de virement), **l'AMF souhaite avoir la possibilité de réagir rapidement en cas d'inaction de l'État d'origine des sociétés créant un préjudice pour ses épargnants en retirant, par exemple, provisoirement l'agrément à ces acteurs. Ceci afin d'éviter toute crise de confiance.** Plusieurs régulateurs européens ont ainsi rencontré des difficultés face à ces plateformes agréées par d'autres pays européens et agissant en libre prestation de service dans l'Union. Le non-respect de la réglementation par ces acteurs et l'inadaptation de leur communication commerciale pour les clients-cibles ont été dommageables pour des investisseurs de détail. Cependant, en raison de l'absence de compétences en matière de libre prestation de service des États d'accueil, les autorités concernées n'ont pu prendre de mesure visant à protéger leurs investisseurs nationaux. Les pertes des consommateurs français sont par exemple estimées à 4,5 milliards de 2010 à 2016. **S'assurer d'un dialogue continu et d'une médiation au niveau de l'ESMA lors de telles difficultés permettra d'améliorer la protection des investisseurs européens.**

L'AMF propose ainsi, afin de fluidifier les relations entre États d'origine et États d'accueil, une forme de délégation de pouvoir entre autorités compétentes, qui permettrait de donner la possibilité aux autorités d'accueil d'agir pour le compte de l'autorité d'origine, afin d'agir rapidement en cas de pratique abusive ou de commercialisation inadaptée à la population-cible. Cette proposition semble d'autant plus pertinente qu'il est rare d'observer des contrôles par les autorités de l'État d'origine des activités développées dans l'Union européenne par leurs acteurs nationaux sur un autre territoire européen. Dans le même but, et pour éviter tout risque de *forum shopping* de la part des acteurs du marché, les dispositifs de sanctions pourraient être utilement harmonisés entre les différents États membres dans leurs montants, mais également dans leurs méthodologies.

Pour cela, il est nécessaire de favoriser davantage les interactions entre autorités nationales, sous forme de forums ou de retours d'expérience qui contribueront à créer une culture commune de la supervision. Ces discussions pourront favoriser les médiations entre autorités, ainsi que prévenir les arbitrages réglementaires par une meilleure connaissance des différences d'application de la législation européenne. Ce type de forum pourrait être organisé sous l'égide de l'ESMA, non seulement pour promouvoir davantage cette convergence européenne, mais également afin de pouvoir agir sur les problématiques transfrontalières comme celle des produits financiers à risques.

L'AMF propose également, afin de favoriser cette convergence de la surveillance des marchés, le renforcement des *peer reviews* des autorités européennes, afin que chacune puisse mieux comprendre leurs différences dans l'interprétation des textes européens et leur application. Sous l'égide de l'ESMA, ces *peer reviews* doivent être l'occasion d'améliorer les textes existants le cas échéant.

Enfin, l'ESMA est appelé à jouer son rôle d'harmonisation réglementaire pleinement, c'est-à-dire en ayant la capacité de pouvoir contrôler la bonne harmonisation réglementaire et de sanctionner les autorités non conformes, si besoin est.

Conclusion

Sans changer les textes actuels et le partage des rôles existant entre États d'origine des services et les États d'accueil, l'AMF considère que la protection des investisseurs devrait être améliorée en maintenant une forme de surveillance par le pays d'accueil, en particulier sur les aspects de commercialisation et de communication commerciale où les autorités locales ont une forte légitimité.

La question des barrières à l'entrée des fonds transfrontaliers en Europe, soulevée par le projet d'UMC, semble en partie reposer sur un postulat erroné. Le fonctionnement du passeport européen ne semble pas problématique aux vues des chiffres attestant de son succès. Quelques améliorations administratives peuvent cependant venir l'améliorer, notamment dans la clarification et la convergence des frais et des définitions utilisées dans le processus de commercialisation.

Cependant, si les possibilités de commercialisation sont nombreuses, la réalité des ventes peut sembler plus hétérogène selon les pays européens. Les différences structurelles en matière d'éducation financière, de comportements d'épargne et d'amortisseurs sociaux peuvent expliquer l'appétence plus ou moins marquée pour les produits financiers. A celles-ci s'ajoutent des biais cognitifs venant limiter l'attrait de produits étrangers ou plus risqués (*home bias, familiarity bias*). Enfin, le cloisonnement des réseaux de

distribution, notamment visible dans le cas français, peut pousser l'offre de produits d'investissement à se limiter aux produits « maison ».

Cela signifie que, si barrières il y a, elles sont davantage au niveau de la demande et des réseaux de distribution qu'administratives. Afin de surmonter certaines d'entre elles, l'AMF propose plusieurs voies visant à décloisonner les réseaux de distribution et favoriser les nouveaux développements numériques de manière sûre ; à redonner confiance à l'épargnant en s'assurant de sa bonne connaissance des réseaux de médiation et du droit, de l'intelligibilité des documents publicitaires de produits financiers et de sa bonne compréhension du risque/rendement par une communication adaptée. L'AMF appelle également à une unification des règles de commercialisation en améliorant la convergence des règles de marketing et de « pré-marketing », ainsi qu'en instaurant au niveau de l'ESMA un meilleur dialogue et des possibilités de recours entre autorités nationales.

Enfin, même si cette culture de convergence de la supervision doit être encouragée, l'AMF ne souhaite pas que l'accroissement de l'offre transfrontalière de produits financiers se fasse au détriment de la protection des consommateurs. L'AMF appelle donc à entériner le rôle des autorités de régulation nationales comme prépondérant en tant que condition nécessaire à l'achat de produits européens par les particuliers dans la confiance.

ANNEXE 1

Tableau 6 : nombre de passeports européens délivrés par pays européen selon leur domicile.

| Distribution Markets | Fund Domiciles | | | | | | | Total number of registrations as at Dec. 2014 | Number of new registrations during 2014 | % growth 2013-2014 | Trend over 5 years | |
|---|-----------------------|---------------|--------------|--------------|----------------|------------|--------------|---|---|--------------------|--------------------|----------|
| | Luxembourg | Ireland | France | Jersey | United Kingdom | Belgium | Other | | | | | |
| EUROPE | | | | | | | | | | | | |
| Andorra | 12 | - | - | - | - | - | - | 12 | 1 | 9.09% | ↗ | |
| Austria | 4,067 | 1,124 | 237 | 2 | 113 | 87 | 269 | 5,899 | 517 | 9.61% | ↗ | |
| Belgium | 2,045 | 312 | 153 | 12 | 57 | - | 10 | 2,589 | 112 | 4.52% | ↗ | |
| Bulgaria | 112 | - | - | - | - | - | 10 | 122 | -8 | -6.15% | ↗ | |
| Cyprus | 446 | 14 | - | - | 2 | - | 1 | 463 | 47 | 11.30% | ↗ | |
| Czech Republic | 515 | 12 | - | - | - | 63 | 69 | 659 | -2 | -0.30% | ↘ | |
| Denmark | 1,407 | 459 | 26 | 161 | 81 | - | 8 | 2,142 | 210 | 10.87% | ↗ | |
| Estonia | 376 | 15 | - | - | - | - | 23 | 414 | -19 | -4.39% | ↗ | |
| Faroe Islands | 3 | - | - | - | - | - | - | 3 | 2 | 200.00% | ↗ | |
| Finland | 2,333 | 687 | 28 | 158 | 64 | 10 | 78 | 3,358 | 331 | 10.93% | ↗ | |
| France | 3,470 | 1,343 | - | 315 | 168 | 103 | 118 | 5,517 | 256 | 4.87% | ↗ | |
| Germany | 4,704 | 1,708 | 564 | 358 | 176 | 100 | 257 | 7,867 | 464 | 6.27% | ↗ | |
| Gibraltar | 283 | 33 | - | 6 | - | - | 7 | 329 | 9 | 2.81% | ↗ | |
| Greece | 884 | 60 | 1 | - | 2 | - | 1 | 948 | 10 | 1.07% | ↗ | |
| Greenland | 9 | - | - | - | - | - | - | 9 | - | 0.00% | ↗ | |
| Guernsey | 280 | 84 | - | 12 | 86 | - | - | 462 | 141 | 43.93% | ↗ | |
| Hungary | 505 | 5 | - | - | - | 5 | 12 | 527 | 41 | 8.44% | ↗ | |
| Iceland | 322 | 4 | - | - | 1 | - | 10 | 337 | 27 | 8.71% | ↗ | |
| Ireland | 1,384 | - | 53 | 123 | 122 | - | 47 | 1,729 | 261 | 17.78% | ↗ | |
| Isle of Man | 32 | 30 | - | 9 | 4 | - | - | 75 | 9 | 13.64% | ↘ | |
| Italy | 3,026 | 933 | 371 | 248 | 79 | 29 | 67 | 4,753 | 521 | 12.31% | ↗ | |
| Jersey | 568 | 79 | - | - | 85 | - | 11 | 743 | 218 | 41.52% | ↗ | |
| Latvia | 327 | 1 | - | - | - | - | 18 | 346 | -2 | -0.57% | ↗ | |
| Liechtenstein | 740 | 50 | - | - | - | - | 44 | 834 | 157 | 23.19% | ↗ | |
| Lithuania | 272 | 1 | - | - | - | - | 27 | 300 | 2 | 0.67% | ↗ | |
| Luxembourg | - | 1,181 | 192 | 0 | 101 | 113 | 125 | 1,712 | 104 | 6.47% | ↗ | |
| Malta | 236 | 15 | - | 6 | 2 | - | 1 | 260 | 12 | 4.84% | ↗ | |
| Monaco | 1 | 1 | - | - | - | - | 1 | 3 | -1 | -25.00% | ↗ | |
| Netherlands | 3,252 | 1,275 | 318 | 56 | 108 | 38 | 145 | 5,192 | 206 | 4.13% | ↗ | |
| Norway | 1,983 | 538 | 2 | 31 | 30 | - | 77 | 2,661 | 399 | 17.64% | ↗ | |
| Poland | 433 | 8 | - | - | - | - | 20 | 461 | 20 | 4.54% | ↗ | |
| Portugal | 1,083 | 299 | 2 | 71 | 50 | - | 7 | 1,512 | 15 | 1.00% | ↗ | |
| Romania | 10 | - | - | - | - | - | 2 | 12 | - | 0.00% | ↗ | |
| Slovakia | 425 | 16 | - | - | 1 | 55 | 53 | 550 | -33 | -5.66% | ↗ | |
| Slovenia | 32 | - | - | - | 2 | - | 22 | 56 | -3 | -5.08% | ↘ | |
| Spain | 3,183 | 956 | 307 | 112 | 91 | 32 | 56 | 4,737 | 440 | 10.24% | ↗ | |
| Sweden | 2,807 | 1,043 | 73 | 114 | 57 | 15 | 98 | 4,207 | 579 | 15.96% | ↗ | |
| Top Market | Switzerland | 4,098 | 1,371 | 395 | - | 138 | 25 | 268 | 6,295 | 606 | 10.65% | ↗ |
| | United Kingdom | 3,258 | 1,880 | 309 | 82 | - | 1 | 76 | 5,606 | 462 | 8.98% | ↗ |
| Total number of registrations - EUROPE | 48,923 | 15,537 | 3,031 | 1,876 | 1,620 | 676 | 2,038 | 73,701 | 6,111 | 9.04% | ↗ | |

Source : PwC