

Juin 2009

Département des Etudes



Risques et Tendances - n°7

Les économies d'échelle réalisées par l'industrie de la gestion collective profiteront-elles aux porteurs de parts ?

Laurent Grillet-Aubert

Economiste, Département des Etudes, AMF

Sandra Rifaldi

Université de Nice, Sophia Antipolis

Cette étude a été préparée par le Département des Etudes de l'Autorité des marchés financiers. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu'à la date de publication du rapport et sont sujettes à modification dans le temps. Le contenu de cette étude n'a, en aucune manière, vocation à indiquer ou garantir ces futures évolutions. Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

SOMMAIRE

Résumé	4
Introduction	7
1. Les enjeux réglementaires européens	9
1.1 Des facteurs de complexité nécessitent de préciser périmètres et méthodologies	9
1.2 Des orientations réglementaires stratégiques pour les acteurs du marché	9
1.2.1 L'industrie exprime un désir de consolidation en Europe	9
1.2.2 La révision de la directive UCITS par la Commission européenne relaie ces préoccupations	10
1.2.3 Une importance attestée par les développements observés aux Etats-Unis	11
1.3 Qu'en est-il de la fragmentation du marché européen des OPCVM ?	13
1.3.1 Le constat de fragmentation du marché européen des OPCVM	13
1.3.2 Le constat de coûts opérationnels relativement élevés pour l'industrie européenne de la gestion d'actifs	15
1.3.3 Le constat de frais de gestion plus élevés pour l'épargnant européen	18
1.3.3.1 La nécessité de spécifier des indicateurs de frais pertinents et comparables	19
1.3.3.2 Différents facteurs susceptibles de biaiser les comparaisons internationales de frais	22
1.3.4 Impact de la fragmentation des marchés sur les coûts supportés par les promoteurs de fonds de gestion collective	24
1.3.4.1 Coûts fixes et coûts variables dans l'industrie de la gestion collective	24
1.3.4.2 Validation par les études disponibles de la présence d'économies d'échelle dans l'industrie de la gestion	25
1.3.5 Les économies d'échelle sont-elles transmises aux porteurs par réduction des frais ?	26
1.3.5.1 Des coûts et frais de distribution élevés limitent les économies d'échelle potentielles	27
1.3.5.2 Comprendre la formation des prix requiert d'analyser la concurrence	28
1.3.5.3 Des travaux empiriques précisent les motifs d'offre et de demande d'OPCVM	29
1.3.5.4 L'étude des frais de gestion fait ressortir des déterminants multiples	32
2. Une analyse de la relation taille-frais pour les OPCVM français et luxembourgeois	34
2.1 Problématique et bases analytiques de l'étude	34
2.2 Fondements empiriques de l'étude	36
2.2.1 Propriétés des bases de données Lipper Fitzrovia	36
2.2.1.1 Homogénéité et représentativité des populations de fonds	36
2.2.1.2 Les indicateurs de frais de gestion	38
2.3 Statistiques descriptives et propriétés statistiques des échantillons	42
2.4 Examen de la relation taille-frais	45
2.4.1 Analyse statistique préliminaire	45
2.4.2 Estimations économétriques	48
2.4.2.1 Premières estimations	48
2.4.2.2 Analyse de la stabilité du modèle	50
2.4.2.3 Estimations complémentaires	51
Conclusion	53
Ressources et bibliographie	54
Liste des tableaux et graphiques	57
Annexe A – Statistiques descriptives ; histogrammes de fréquence et distribution des critères de taille et de TER	60
Annexe B – Résultats économétriques	66
Annexe C – Lipper Fitzrovia Response to CESR Consultation Paper on the Simplified Prospectus	73

RESUME

La promotion de l'intégration européenne par la Commission européenne a conduit dernièrement à l'adoption, dans la Directive dite UCITS IV, de dispositions de nature à favoriser la réalisation par l'industrie de la gestion collective d'économies d'échelle –création d'un passeport européen des sociétés de gestion, autorisation des fusions de fonds et des structures de fonds maîtres-nourriciers transfrontières, etc. Evaluer les bénéfices qui en résulteront pour les porteurs requiert d'analyser finement le fonctionnement concurrentiel et les équilibres de ce marché. Ceci conduit à reconsidérer les processus de formation des prix et à s'interroger sur la retransmission aux investisseurs de détail des économies d'échelle susceptibles d'être dégagées dès à présent par l'industrie de la gestion collective. Il ressort notamment que :

- différents courants académiques démontrent que la rationalité des comportements d'investissement des investisseurs particuliers en OPCVM est limitée et que la sensibilité de leur demande aux frais de gestion est faible. Ceci peut constituer, tout au moins sur certains segments de marché, les gestionnaires d'actifs en *price makers*. Une mesure empiriquement significative des retransmissions d'économies d'échelle de l'industrie de la gestion aux porteurs de parts d'OPCVM conduirait à revenir en partie sur une telle hypothèse.
- la revue des travaux académiques ne permet pas d'identifier d'étude récente sur les économies d'échelle sur le marché européen de la gestion collective. Aux Etats-Unis, des élasticités des coûts opérationnels des sociétés de gestion à la taille des fonds significativement inférieures à l'unité ont été mesurées. Mais cet impact discriminant de la taille des fonds resterait à vérifier pour des périodes plus récentes, et il repose sur des mesures indirectes des économies d'échelle, les coûts opérationnels du gérant étant estimés par les frais de gestion acquittés par les porteurs.

- beaucoup d'arguments plaident en faveur de la réalisation d'économies d'échelle dans cette industrie de services où les coûts fixes et d'infrastructure sont significatifs. L'analyse empirique de la chaîne de valeur conduit cependant à relativiser cette perception, les coûts variables, notamment de distribution, étant en effet prépondérants. L'organisation industrielle (les sociétés de gestion d'actifs sont souvent des filiales de groupes bancaires ou d'assurance) et les processus de production (la chaîne de valeur) sont complexes et hétérogènes. Il en résulte qu'au-delà des estimations de consultants, il est difficile d'observer et d'analyser directement, sur des échantillons représentatifs, les coûts supportés par l'industrie –et, donc, la matérialité des économies d'échelle dont elle bénéficie.
- la relation entre encours des OPCVM et frais de gestion acquittés par les porteurs de détail est analysée empiriquement pour un échantillon représentatif de fonds français et luxembourgeois. A cet effet sont contrôlés les facteurs de biais potentiellement liés au pays de domiciliation et à la catégorie des fonds. Ceci fait ressortir trois principaux résultats. La matérialité de la relation est attestée, de signe généralement négatif, mais aussi la faiblesse des coefficients estimés : un OPCVM "Actions" d'un milliard d'euros d'encours domicilié en France n'est, par exemple, que 18 points de base moins cher qu'un fonds de 100 millions. La relation étant non linéaire, une baisse de 18 points de base supplémentaire nécessiterait une croissance de un à dix milliards des encours. Au total, plus fondamentalement, prendre en compte le pays de domiciliation, la catégorie et la taille des fonds ne permet pas de rendre compte de façon satisfaisante des variations des frais de gestion.
- plusieurs axes de réflexion sont ouverts. Les effets mesurés le sont ici au niveau des fonds. Ils pourraient l'être aussi à l'échelle des gammes (familles) de fonds ou des places financières. Fondamentalement, une spécification rendant compte de la détermination du niveau des frais de gestion reste à établir. Des données précises et internationalement comparables sur les coûts supportés par les sociétés de gestion seraient particulièrement utiles à cet égard.

- le régulateur financier n'a pas vocation à intervenir dans la formation des prix, mais les constats précédents ont néanmoins des implications réglementaires. Ils soulignent un besoin accru de transparence en matière de tarification des fonds, d'exhaustivité et d'harmonisation des indicateurs appropriés, et interrogent sur l'intérêt qu'aura *in fine* pour les porteurs de détail le cadre réglementaire favorable à la réalisation d'économies d'échelle par l'industrie de la gestion d'actifs.

INTRODUCTION

Le marché mondial de la gestion collective a connu une croissance très forte depuis une quinzaine d'années. En dépit de l'hétérogénéité importante des comportements d'épargne et des structures financières nationales, les fonds d'investissement tendent à être adoptés de plus en plus massivement comme supports de placement par les particuliers, notamment à travers des plans d'épargne salariale ou des contrats d'assurance vie. En Europe, les encours des fonds de gestion collective s'élevaient fin 2008 à 4 593 milliards d'euros, soit le double, en valeur nominale, des encours gérés dix ans plus tôt.

La croissance de l'industrie de la gestion collective s'est accompagnée en Europe d'une volonté des autorités communautaires de promouvoir un fonctionnement concurrentiel et efficace du marché. Le premier axe de cette promotion a consisté à développer le corpus réglementaire visant à accroître l'intégration des différentes composantes nationales du marché. Dans ce contexte, la question des effets négatifs que l'existence de marchés domestiques fragmentés et sous-dimensionnés pouvait avoir sur les frais de gestion facturés aux porteurs de parts de fonds de gestion collective a pris une place centrale. D'un côté, les tenants d'une intégration croissante estiment que des fonds de plus grande taille dégageront, grâce au jeu des économies d'échelle et de la concurrence, des économies de coûts qui bénéficieront *in fine* aux porteurs de parts *via* une réduction des frais de gestion. D'un autre côté, la matérialité des économies d'échelle est relativisée et la présence de freins au jeu concurrentiel soulignée. Le corollaire en est que les réductions de coûts, limitées, ont probablement surtout des effets sur la rentabilité des promoteurs de fonds, et peu pour les épargnants.

La présente étude vise à substantier ce débat sur la fixation des frais de gestion et l'existence d'économies d'échelle dans le domaine de la gestion collective. Précisément, à partir d'une analyse économétrique de larges échantillons de fonds français et luxembourgeois, elle teste l'existence d'un lien entre la taille des fonds de gestion collective et le niveau des frais acquittés par les porteurs de parts particuliers (investisseurs "*retail*").

L'étude se subdivise en deux parties. La première rappelle les termes du débat réglementaire relatif à la fragmentation de l'industrie européenne de la gestion d'actifs et analyse les arguments conditionnant le niveau des frais de gestion à la taille des fonds et à l'exploitation d'économies d'échelle. Sur ces bases, la deuxième partie teste l'existence d'une relation empirique entre les encours sous gestion des OPCVM et les frais de gestion correspondants, facturés aux investisseurs particuliers.

1. LES ENJEUX REGLEMENTAIRES EUROPEENS

1.1 Des facteurs de complexité nécessitent de préciser périmètres et méthodologies

La compréhension des enjeux réglementaires relatifs au marché européen des OPCVM ne peut s'exonérer de la prise en compte de certains facteurs de complexité analytiques propres à ce domaine d'étude. Divers éléments permettent d'établir qu'en dépit de son degré d'intégration relativement élevé par rapport à ceux d'autres produits financiers, le marché européen des OPCVM reste très hétérogène. Cet état de fait résulte avant tout de motifs historiques liés au développement de canaux de collecte de l'épargne propres à chaque pays. Ainsi, les différences observées trouvent-elles pour l'essentiel leur origine dans des particularités nationales "structurelles", c'est-à-dire relatives à l'organisation industrielle (l'architecture des réseaux de commercialisation, par exemple), aux caractéristiques idiosyncrasiques des préférences des investisseurs (comme, par exemple, celles des investisseurs italiens pour les fonds obligataires) et de l'offre des prestataires de services d'investissement (comme, par exemple, en France, celle des sociétés de gestion entrepreneuriales spécialisées dans les petites et moyennes capitalisations), ou encore aux différences réglementaires et fiscales (fiscalité favorable à l'assurance vie en France, par exemple). Ces facteurs de complexité statistique et analytique expliquent l'importance donnée aux qualifications méthodologiques et terminologiques qui suivent.

1.2 Des orientations réglementaires stratégiques pour les acteurs du marché

1.2.1 L'industrie exprime un désir de consolidation en Europe

Un groupe de réflexion coordonné par le Président d'Invesco a souligné en 2005 le manque de "compétitivité globale de l'industrie de la gestion d'actifs en Europe"¹. Cette observation est fondée sur le constat d'une fragmentation du marché européen par rapport à celui des Etats-Unis, et en particulier de la prolifération en Europe de fonds de relativement petite taille, souvent

¹ Le rapport publié sous l'intitulé "Benefits of an integrated European Fund Management" a été le fruit du travail collectif d'un groupe composé de M. Tennant, JP Morgan Investor Services ; H. Van Steenis, Morgan Stanley ; S. Jeffrey, PriceWaterhouseCoopers ; J. Hobart, Mercer Oliver Wyman ; D. Mackay et R. Williams, Feri FMI et M. Spence, Consultant.

similaires, domiciliés dans différents pays. Selon les auteurs, cette fragmentation, qui reflète notamment les disparités des réglementations et fiscalités nationales, constitue un frein à une organisation efficace, qui permettrait à l'industrie européenne de la gestion collective, comme aux Etats-Unis, de réduire ses coûts et de répercuter ces économies d'échelle sur les frais supportés par ses clients investisseurs².

Parmi les mesures concrètes préconisées, les auteurs de l'étude conseillent de favoriser la consolidation du marché européen, et en particulier de faciliter les fusions transfrontières d'OPCVM. Ce faisant, ils préconisent de placer la recherche d'économies d'échelle et l'évolution du cadre juridique et réglementaire des fusions transfrontières d'OPCVM au centre du dispositif qui organisera la concurrence au sein de l'industrie européenne de la gestion collective.

1.2.2 La révision de la directive UCITS par la Commission européenne relaie ces préoccupations

Ces préoccupations de l'industrie sont relayées par le Livre Blanc sur la gestion d'actifs de la Commission européenne (2006), qui stipule que le cadre réglementaire de la directive OPCVM de 1985 : *" n'est pas suffisamment flexible pour permettre aux gestionnaires de fonds actifs dans plusieurs États membres d'organiser ou de restructurer leurs activités. Ces carences et contraintes se traduisent pour les investisseurs par des coûts plus élevés et des rendements plus faibles. Selon des études indépendantes, ramener les frais de gestion des fonds européens au niveau des frais en vigueur aux États-Unis permettrait d'augmenter de 3 % le rendement nominal de ces fonds."*

² " *The discriminatory and rigid regulatory environment has contributed substantially to the sub-optimal average UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) size. In addition, the existence of too many investment management companies causes a duplication of infrastructure, high operating costs for asset managers and high TER for UCITS. Only consolidation, through cross-border mergers of funds and of fund managers, can certainly help addressing this"*; *op. cit.* p. 18.

Comme dans l'étude précitée, l'argument invoqué pour justifier ce constat d'inadaptation du cadre réglementaire est que : "*Le marché des OPCVM est constitué de fonds dont la taille n'est pas optimale : quelque 54% des fonds OPCVM gèrent moins de 50 millions d'euros d'actifs. Par conséquent, d'importantes économies d'échelle demeurent inexploitées et l'investisseur final supporte des coûts inutilement élevés. Selon les études, les coûts pourraient être réduits annuellement d'un montant compris entre 5 et 6 milliards d'euros.*"

La Commission européenne en déduit une série d'orientations visant à simplifier et moderniser le cadre réglementaire, afin d'accélérer l'intégration de l'espace financier européen et d'offrir ainsi aux investisseurs des "solutions d'investissement sûres pour un coût abordable". Sont en particulier proposés :

- des mesures destinées à "*Lever les obstacles administratifs à la commercialisation transfrontière*"³ ;
- des dispositifs de nature à "*Faciliter les fusions transfrontières*"⁴, compte tenu du fait que, pour des raisons essentiellement réglementaires, prudentielles et fiscales, les procédures des fusions de fonds transfrontières restent longues, complexes et onéreuses, et donc rares.

1.2.3 Une importance attestée par les développements observés aux Etats-Unis

Pris dans leur globalité, les frais supportés par les investisseurs dans les fonds de gestion collective américains (*mutual funds*) sont relativement faibles et compétitifs, et généralement inférieurs à ceux observés en Europe (voir ci-après). Cet écart apparaît d'autant plus préjudiciable aux porteurs de parts européens que, compte tenu de la nature périodique de la

³ Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement-COM(2006) 686 final du 15.11.2006.

⁴ Ibid.

perception des frais de gestion des OPCVM, même de faibles variations du niveau des frais peuvent avoir un impact significatif sur la performance à long terme des fonds gérés⁵.

Malgré ce niveau relativement faible des frais à la charge des porteurs de parts, la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis (SEC) s'est interrogée dernièrement sur le respect de leurs responsabilités fiduciaires par les intermédiaires financiers, notamment dans le cadre des plans de retraite 401k. Elle s'est en particulier livrée à un examen critique des dispositions relatives à la transparence des frais des *mutual funds* et, plus spécifiquement, aux frais de distribution. Sur ce dernier point, est particulièrement visée la règle 12b-1 de l'*Investment Company Act* de 1980 qui autorise les gérants de portefeuille américains à financer la promotion de fonds par prélèvement direct sur les actifs desdits fonds, des frais qui ne sont par conséquent pas mesurables en tant que tels par les porteurs, seul leur effet indirect sur les performances des *mutual funds* concernés étant perceptible⁶.

⁵ Les autorités américaines de supervision des plans de retraite –en l'occurrence le ministère du Travail américain– ne manquent pas de souligner ce point : "Assume that you are an employee with 35 years until retirement and a current 401(k) account balance of \$25,000. If returns on investments in your account over the next 35 years average 7 percent and fees and expenses reduce your average returns by 0.5 percent, your account balance will grow to \$227,000 at retirement, even if there are no further contributions to your account. If fees and expenses are 1.5 percent, however, your account balance will grow to only \$163,000. The 1 percent difference in fees and expenses would reduce your account balance at retirement by 28 percent" cit. in "A Look at a 401(k) Plan F Fees"; U.S. Department of Labor-Employee Benefits Security Administration. Des observations de même nature se trouvent dans la section "Mutual Fund Fees and Expenses" du site de la SEC (<http://www.sec.gov/answers/mffees.htm>). Elles y sont assorties d'un lien vers un "mutual fund cost calculator" qui propose, entre autres, un lien vers le "Mutual Fund Expense Analyzer" de FINRA (http://apps.finra.org/Investor_Information/EA/1/mfetf.aspx). Ce dernier permet de faire des simulations d'impact des frais sur la performance pour plus de 18 000 fonds ouverts américains.

⁶ Dans un discours d'avril 2007, Christopher Cox ; Président de la U.S. SEC ("Address to the Mutual Fund Directors Forum Seventh Annual Policy Conference" by Chairman Christopher Cox ; U.S. Securities and Exchange Commission; Washington, D.C.; April 13, 2007) indique en effet :

"What the SEC had in mind in 1980 is that requiring current investors to subsidize the sale of fund shares to new investors could be a good thing even from the standpoint of the current investors because increasing overall fund size could help better diversify their holdings, and also proportionally reduce the burden of administrative costs that might now be spread over a wider pool of investors. After all, higher expense ratios reduce investors' returns percentage point for percentage point.

But whether, in fact, a fund's current investors are getting a break depends upon how the investment advisory contract is written. If increasing the size of the fund simply enlarges the fees earned by the investment adviser, the supposed benefits from economies of scale are undone. So one of the things that independent directors must concern themselves with in reviewing the propriety of any 12b-1 fees used for distribution is whether the fees paid to the management company and other vendors, as a percentage of total fund assets, has risen or fallen as the fund has grown. If the size of the fund is increasing, but the expense ratio isn't falling, then using a 12b-1 fee for marketing and distribution expenses is very likely harming, not helping, the current investors."

1.3 Qu'en est-il de la fragmentation du marché européen des OPCVM ?

Telle qu'évoquée ci-dessus, la compréhension postulée par Invesco, puis par la Commission européenne, des enjeux stratégiques pour les différentes parties prenantes de l'industrie de la gestion d'OPCVM européenne (représentants de l'industrie, porteurs de parts et régulateurs), relie trois constats empiriques par deux enchaînements logiques selon la séquence suivante :

Schéma 1 - Séquence logique postulée par le Livre Blanc de la Commission européenne



La mesure des gains à attendre de certaines évolutions réglementaires étant conditionnée par la force de cet enchaînement logique, il semble important de faire état ici d'un certain nombre d'observations empiriques susceptibles d'en modifier la portée. A cette fin, ce qui suit réexamine successivement les trois constats empiriques -de fragmentation, de coûts de gestion excessifs pour l'industrie, et de frais comparativement élevés pour les porteurs d'OPCVM européens- puis les relations de causalité ① et ② formulées.

1.3.1 Le constat de fragmentation du marché européen des OPCVM

Le constat d'une différence entre la taille des fonds aux Etats-Unis et en Europe est confirmé. Aux Etats-Unis, la taille d'un fonds est en moyenne six fois plus élevée qu'en Europe (Tableau 1). A l'inverse, le nombre de fonds européens est quatre fois plus important qu'aux Etats-Unis. En effet, en 2008, d'après les chiffres provenant de l'ICI et de l'EFAMA, le nombre total de fonds atteignait 36 322 en Europe, contre seulement le quart, soit 8 022 fonds, aux Etats-Unis.

Comme cela a été évoqué plus haut, la fragmentation du marché européen de la gestion d'actifs s'explique avant tout par la co-existence de structures historiques et nationales d'épargne et de financement qui présentent de fortes disparités. Cette hétérogénéité reflète en particulier celle :

- des régimes fiscaux et réglementaires. Parmi l'ensemble des éléments d'hétérogénéité, on peut souligner le degré d'harmonisation limité des régimes applicables aux différents produits d'épargne commercialisés auprès du public, une problématique qui

apparaît lorsque des produits aux caractéristiques –aux profils rendement-risque– similaires sont commercialisés sous des "enveloppes" –et parfois par des réseaux de distribution- concurrents⁷. Cela peut, par exemple, être le cas pour les OPCVM, certains contrats d'assurance vie en unités de compte et certains certificats commercialisés par les banques ;

- de facteurs d'offre -le développement, par exemple, des marchés de certains titres financiers dans certains pays⁸– ou de demande d'investissement –des inégalités de l'épargne financière des ménages et du développement des systèmes de capitalisation des retraites– spécifiques aux différents pays considérés ;

- le caractère limité de la compatibilité entre les infrastructures "industrielles"–en premier lieu des architectures des réseaux de distribution et de traitement des ordres de souscription-rachat (gestion de passif).

Sans revenir sur le constat de fragmentation du marché européen, précisons que la taille moyenne des fonds semble être un outil assez primitif de mesure de l'intégration du marché européen et des effets de la suppression progressive des barrières à son intégration. Un indicateur pertinent devrait en effet porter sur une population de fonds plus restreinte, une "base commune" susceptible de bénéficier d'une telle intégration, tenant compte des spécificités nationales de l'offre et la demande d'OPCVM⁹.

⁷ Ce point est notamment stigmatisé par l'industrie de la gestion d'actifs comme une absence d'harmonisation des règles concurrentielles (de "*level playing field*") régissant le fonctionnement des marchés des produits financiers concernés. Les travaux de la Commission européenne faisant écho à ces préoccupations sont recensés dans la rubrique "Produits d'investissement de détail" du site internet de la section dédiée aux services financiers de la Division Marché Intérieur. La Commission a publié un Livre blanc le 29 avril 2009 précisant ses réflexions sur les produits d'investissement de détail et fournira des orientations législatives plus détaillées avant la fin de l'année 2009.

⁸ Nous observons par exemple en Annexe A que l'essor en France du marché des billets de trésorerie est congruent à celui des fonds monétaires. De façon analogue, le développement du marché obligataire des titres d'Etat caractérise plus particulièrement l'Italie, celui de la dette hypothécaire l'Allemagne, etc.

⁹ Largement documenté par la littérature académique, le "biais domestique" des investisseurs, est par exemple de nature à induire des spécificités des demandes nationales qui limitent la base de comparaison européenne (cf. Séjourné (2006)).

Tableau 1 : Taille moyenne des fonds domestiques (millions d’euros, fin 2006)

Europe		Reste du monde	
Pays	Taille des fonds	Pays	Taille des fonds
Italie	348	Etats-Unis	974
Royaume Uni	300	Hong-Kong	436
Irlande	283	Canada	244
Suède	249	Japon	160
Allemagne	216	Taiwan	94
Luxembourg	210	Mexique	109
Suisse	199	Brésil	109
Pays-Bas	174	Inde	94
France	166	Afrique du Sud	79
Danemark	147	Philippines	31
Europe	178	Reste du monde*	133

* Monde hors Etats-Unis et Europe ; Source : ICI/EFAMA, calculs AMF.

1.3.2 Le constat de coûts opérationnels relativement élevés pour l’industrie européenne de la gestion d’actifs

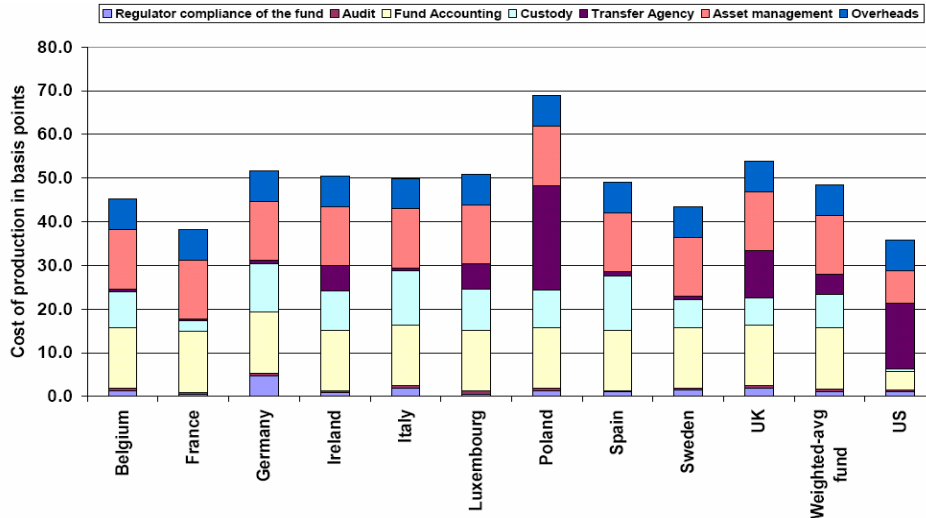
L’étude de la société de conseil CRA (2006), conduite pour le compte de la Commission européenne, propose une grille de lecture et une méthodologie d’analyse des différents postes de coûts tout au long de la chaîne de valeur de l’industrie de la gestion collective décrite (tableau 2). Sur la base de ces éléments et de données d’enquêtes collectées auprès des régulateurs et intervenants de marché, des indicateurs des coûts de production des fonds sont estimés. Pour un large échantillon de pays européens (ainsi que pour les Etats-Unis), des structures des coûts de production corrigées des différences de taille moyenne des fonds d’un pays à l’autre sont ainsi établies¹⁰ (graphique 1). France et Pologne exceptées, ces calculs situent les coûts opérationnels des pays européens, indépendamment de l’importance des encours gérés, dans une fourchette d’environ 10pb (de 43 à 53pb). La France fait exception par la faiblesse de ses coûts moyens¹¹ et la Pologne, un marché encore embryonnaire, par le niveau élevé des siens. Enfin, l’étude propose une comparaison avec les Etats-Unis, qui fait apparaître des différences structurelles dans l’organisation du processus de production, puisqu’un rôle central y est donné aux agents centralisateurs ou *transfer agents*¹². Légèrement inférieur à celui de la France, l’indicateur proposé ici pour les Etats-Unis est d’environ 35pb.

¹⁰ La prise en compte des différences de taille moyenne des fonds d’un pays à l’autre revient à corriger des économies d’échelle réalisées au niveau d’une place financière. Les économies d’échelle prises en compte dans l’analyse empirique qui suit sont d’une nature différente.

¹¹ Observons en outre que la part des coûts de conformité réglementaire (*regulatory compliance*) y ressort comme particulièrement faible (comme au Luxembourg).

¹² Les *transfer agents* sont employés par les *mutual funds* pour la tenue des registres des porteurs de parts et pour le suivi des positions, et la mise en œuvre des flux d’achat et de vente de parts (ordres de souscription-rachat). Leur importance aux Etats-Unis traduit probablement le fait qu’ils fournissent certains services offerts en Europe par d’autres prestataires –notamment comptables ou dépositaires.

Graphique 1 : Coûts de production des fonds "Actions" rapportés à la taille moyenne d'un fonds européen



Source : CRA (2006)

Il convient, dans un contexte où les différences de mode d'organisation de l'industrie de la gestion collective sont par ailleurs de nature à complexifier la spécification des périmètres de comparaison, d'observer la fragilité des bases empiriques exploitées par les consultants¹³. A l'inverse de ce que montre CRA, les données d'enquête de la société de conseil McKinsey sur les coûts unitaires de l'industrie de la gestion pour compte de tiers en Europe et aux Etats-Unis font, malgré des encours sous gestion sensiblement plus élevés Outre-Atlantique¹⁴, ainsi ressortir des coûts opérationnels unitaires de gestion d'actifs pour compte de tiers significativement plus élevés aux Etats-Unis qu'en Europe¹⁵ (voir graphique 2). Sur la base d'un tel constat, la recherche d'économies d'échelle devrait donc semble-t-il plutôt se situer aux Etats-Unis. Conscients des multiples limites relatives à la portée de cette observation, liées en particulier au fait que les données de McKinsey ne portent pas exclusivement sur des services de gestion collective¹⁶, un

¹³ Aucune statistique descriptive sur l'échantillonnage effectué n'est fournie par CRA (taille des échantillons, etc.). De son côté, l'échantillonnage réalisé sur la base de la clientèle de la société de conseil McKinsey, bien qu'il porte sur des encours significatifs, surreprésente probablement les fonds de grande taille et potentiellement les fonds obligataires par rapport aux fonds actions.

¹⁴ L'encours des fonds de gestion collective était à fin 2006 de 10,4 trillions de dollars aux Etats-Unis contre 7,7 trillions dans une Europe de 25 pays membres de l'EFAMA. L'écart est supérieur lorsque l'on considère les montants totaux gérés par l'ensemble des investisseurs institutionnels (voir par exemple IMF Global Financial Stability Review, Sep. 2005).

¹⁵ Dans son rapport d'octobre 2005 intitulé " *Will the goose keep laying golden eggs?*" le consultant observait: " *Europe's revenues and costs are both lower than in the US, but the profit margin is higher (14 bp in Europe vs. 10 bp in the US). Both markets are witnessing stable or even declining revenues and significant cost reductions, but Europe is improving profitability while US profit margins remain constant at 26-28% throughout the economic cycle.*"

¹⁶ Par ailleurs, cette information semble également mal se réconcilier avec les mesures empiriques directes relatives aux frais supportés par les investisseurs américains -voir A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano (2007) et tableau 3.

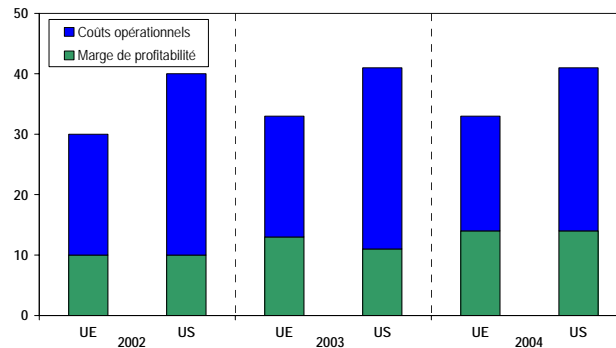
approfondissement de l'analyse empirique semble nécessaire pour établir les bases d'une comparaison transatlantique pleinement informée.

**Tableau 2 : Industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers :
détail de la chaîne de valeur**

Category	Function	Brief description
Regulatory compliance of the fund	Authorisation and notification	Authorisation and notification of the fund with the competent authorities
	Fund compliance	Regulatory reporting and monitoring activities relating to the fund
	Tax compliance	Ensuring fund meets necessary tax rules in the member state
	Documentation production	Designing and producing any necessary documents about the fund that will be sent to investors
	Investor protection	Most funds will have some element of consumer protection enabling investors to receive compensation in the event of a deficiency with either the fund or the fund management company
Fund and client administration	Fund accounting	Provisions of valuations, tax reclaims and management information, calculation of the NAV
	Auditing	External audit of the fund
	Fund order processing	Automated processing from the deal to the administrator
	Performance measurement	Provision of investment performance reports, attribution analysis of returns
	Safe custody	Security safe-keeping and control
	Depository / trustee oversight	Oversight of the fund by the depository
	Stock lending	Arranging and processing loans of stocks and bonds
	Administration of shares / units (incl. transfer agency)	Client dealing and associated administration including contract notes, distribution and trustee liaison, opening accounts for clients
Asset management	Shareholder services	Payment of income, reinvestment of dividends, valuation reports to customers
	Cash management	Placing deposits, foreign exchanges
	Research	Fundamental & technical economic and company analysis
	Strategic and tactical asset management / asset allocation	Long-term asset allocation, currency and risk management
	Operational asset management and dealing decisions	Stock selection, decision making and implementation, decisions to buy and sell investments, netting of trades, pre-trade broker liaison, deal administration and control, post-trade liaison with brokers and custodian
Management overheads and systems	Guarantee provision	Hedging portfolio in order to provide a guarantee on to the capital value of the fund or on the returns made
	Management company overheads	Overhead allocation for premises, senior management, cost of capital requirements at the management company level
	Systems development	Planning and implementation of new IT and major enhancements to existing systems
Distribution and marketing	Systems maintenance	Operational and technical maintenance of existing IT
	New product development	Development of characteristics associated with design of a new fund
	Promotional activity	Advertising to gather assets (including internal sales and marketing costs where you have an estimate for these)
	Compensation to distributor for reaching end customer	Sales activities including commission or other payments to distributors
	Documentation provision	Provision of marketing and product documentation
	Distribution compliance	Regulatory requirements regarding the conduct of business or sale of investment funds
	Advice	Many funds bundle the provision of advice into the cost of distribution; others will be provided on an execution only basis

Source : CRA (2006)

Graphique 2 : Coûts opérationnels et marge de profitabilité en Europe et aux Etats-Unis (points de base)



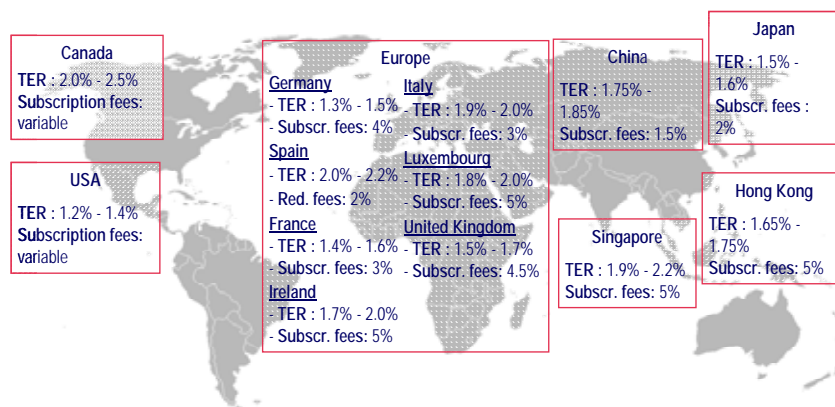
Source : McKinsey

1.3.3 Le constat de frais de gestion plus élevés pour l'épargnant européen

L'objectif primordial du régulateur étant *in fine* de préserver l'intérêt des porteurs, la caractérisation de la fragmentation du marché européen de la gestion collective doit résider, avant toute considération sur la taille relative des fonds, dans l'observation d'écarts de tarification entre les services de gestion collective de même nature fournis dans les différents pays européens¹⁷; or, l'observation des indicateurs agrégés (graphique 3) fait effectivement apparaître en Europe des pratiques et des niveaux de tarification sensiblement différents d'un pays à l'autre. Le niveau des TER (Total Expense Ratio) est ainsi compris entre 1,4% et 1,6% pour les OPCVM français, contre une fourchette allant de 2,0 % à 2,2 % pour l'Espagne. On peut observer également que les frais de gestion européens sont systématiquement plus élevés en Europe qu'aux Etats-Unis, où les TER s'échelonnent de 1,2 % à 1,4 %.

¹⁷ En tout état de cause, l'analyse des frais imputés aux porteurs de parts d'OPCVM répond à une nécessité dont l'importance a été soulignée en particulier par l'organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO): " *The review acknowledges the importance of fees and expenses in investment funds: the investor should not rely solely on past performance to make an investment decision and that he or she should take fees and expenses into account when making such a decision.*" IOSCO (2004).

Graphique 3 : Frais des fonds de gestion collective dans le monde
(appréhendés à travers les TER (Total expense ratio) et les frais de souscription)



Source : Khorana, Servaes, Tufano (2006) cité par Lipper Fitzrovia.

Ces constats appellent cependant plusieurs observations. En premier lieu, ils justifient de s'attarder sur les problèmes de mesure des frais de gestion et sur les difficultés à mener des analyses comparatives au plan international.

1.3.3.1 La nécessité de spécifier des indicateurs de frais pertinents et comparables

Il convient d'établir des indicateurs de frais pertinents, suffisamment généraux pour apprécier l'ensemble de la prestation de service de gestion d'investissement pour compte de tiers et suffisamment harmonisés pour permettre les comparaisons internationales. Recenser à cette fin l'ensemble des sources de frais de nature à être prises en compte par un indicateur synthétique conduit à identifier les principaux postes suivants :

- les frais de souscription-rachat (droits d'entrée et de sortie), payés le cas échéant par le porteur lors de l'achat ou la revente des parts : ces frais sont généralement calculés en proportion de la valeur actuelle nette de l'investissement du porteur¹⁸. Leur perception est destinée en premier lieu à couvrir les frais de placement des sommes perçues, c'est à dire les coûts d'investissement, de constitution du portefeuille et/ou de désinvestissement. Ces commissions non négociables sont alors dites acquises à

¹⁸ La valeur actuelle nette (*net asset value*) d'un fonds correspond à la valeur actualisée de ses actifs moins celle de son passif (son endettement éventuel).

l'OPCVM et impactent directement la valeur nette du fonds. Par ailleurs, ces frais comprennent des commissions dites non acquises à l'OPCVM, qui participent à la rémunération de l'acte de commercialisation et de distribution. Ces frais, généralement négociables, peuvent bénéficier à la société de gestion et/ou à l'organisme en charge de la distribution de l'OPCVM. Susceptibles, donc, de varier d'un client à l'autre et d'être impactés par l'acte de commercialisation, les frais de souscription-rachat ne font pas l'objet de collecte statistique exploitable pour les fins analytiques considérées ici¹⁹ ;

- les frais de fonctionnement et de gestion financière. Ces frais constituent la principale source de rétribution des prestataires de service d'investissement pour la gestion d'OPCVM. Ils rémunèrent en premier lieu le service de gestion d'actifs à proprement parler, c'est à dire le processus d'allocation de portefeuille titre par titre et sa gestion dans le temps. Ils couvrent en second lieu²⁰ des frais de fonctionnement de la structure juridique que constitue l'OPCVM (comptabilité, conservation des actifs, audit externe, documents d'information destinés aux porteurs, etc.) et une partie des frais de distribution. Ces derniers font l'objet d'une "rétrocession" de la société de gestion aux réseaux de commercialisation, dont le montant s'élève dans les principaux pays européens à environ la moitié des frais de gestion (voir tableau 3) ;
- les coûts de transaction (frais de courtage, d'analyse financière et de négociation) payés aux courtiers. D'un point de vue analytique, on distingue ici les frais explicites (frais de courtage, frais de traitement post-marché, impôts de bourse, etc.) des frais implicites, liés aux conditions de marché (*bid-ask spread*, impact de marché des ordres exécutés, etc.)²¹. Ces frais implicites présentent plusieurs particularités. Tout d'abord, celle d'être payés indirectement par les porteurs : ils sont imputés sur la valeur liquidative du fonds, c'est à dire que le porteur n'en a connaissance que par l'impact qu'ils ont sur la performance. D'autre part, ils peuvent faire l'objet, de la part des courtiers, de rétrocessions de "commissions de mouvement" aux sociétés de gestion

¹⁹ Des ordres de grandeurs sont cependant proposés dans le graphique 3.

²⁰ Le regroupement des frais de fonctionnement et de gestion au sein d'un même concept est en réalité surtout spécifique à la France.

²¹ Le "rapport Adhémar" (Autorité des Marchés Financiers (2002)) rappelle que l'organisation du marché des titres dans lesquels investit l'OPCVM a un impact sur la nature et la visibilité des frais prélevés, la négociation de certains instruments faisant l'objet de frais d'intermédiation explicites (sur les marchés d'actions dirigés par les ordres, par exemple), d'autres étant négociés "en net" par différence entre cours d'achat et de vente sans identification explicite des frais d'intermédiation (comme pour les obligations).

qui leur transmettent des ordres. Strictement encadrées par la réglementation financière, les pratiques en la matière varient fortement selon les sociétés de gestion et les fonds²² ;

- les commissions de surperformance susceptibles de rémunérer la société de gestion lorsque l'OPCVM a dépassé des objectifs de performance initialement fixés²³ ;
- quand il y a lieu, des frais indirects payés dans le cadre des fonds de fonds²⁴.

La construction d'un indicateur agrégé harmonisé –le *Total Expense Ratio* ou TER– correspondant à une définition large des frais de fonctionnement et de gestion a fait, en Europe²⁵ et aux Etats-Unis²⁶, l'objet de l'élaboration de normes réglementaires²⁷. Fondamentalement, c'est sur la publication d'indicateurs harmonisés de cette nature que reposent les principales possibilités de comparaisons internationales.

²² Voir rapport voir le rapport Myners -HM Treasury (2001)– et Brealey et Neuberger (2001) pour une évaluation des frais de transaction supportés par les fonds d'investissement institutionnels au Royaume-Uni et une discussion sur ce point. Les dispositions réglementaires françaises, analogues à celles en vigueur au Royaume Uni, sont précisées à l'article 314-79 du Livre III du règlement général de l'AMF. Fondamentalement l'autorisation, par dérogation au régime de la directive MIF, des rétrocessions de courtage, y impose en contrepartie un "dégrouper" (*unbundling*) des services. Ce dernier requiert des courtiers un affichage spécifique des frais relatifs aux services (notamment de recherche et d'analyse financière) traditionnellement associés à l'exécution d'ordres. Sur cette base, il permet aux clients des courtiers d'opter pour d'autres prestataires de services connexes à ceux d'exécution d'ordres.

²³ Précisons que, dans le cas français, conformément aux articles 413-9 et 413-20 du règlement général de l'AMF, seuls les OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) peuvent prévoir des frais de gestion variables dès le premier euro de performance, et uniquement lorsque ce seuil de déclenchement est cohérent avec leur objectif de gestion. Par ailleurs, en pratique, les commissions de performance font, lors de l'établissement de chaque valeur liquidative –et bien entendu lorsque les conditions de performance sur la période (d'un an ou plus) définie sont remplies– l'objet d'un provisionnement (prélevé sur l'actif du fonds) et d'une reprise sur provisions si la valeur liquidative baisse. Ceci se traduit par une moindre capacité des fonds à "capitaliser" (voir Autorité des Marchés Financiers (2002)) et a notamment des implications sur l'égalité de traitement des porteurs (voir Autorité des Marchés Financiers (2005bis)).

²⁴ Dans le cas français ces frais sont acquis au fonds de fonds. En d'autres termes, seul le fonds de fonds lui-même (pas son promoteur) peut bénéficier de rétrocessions (ristournes) sur les frais acquittés au titre de l'investissement en OPCVM du fonds de fonds. Cette règle fait figure d'exception en Europe.

²⁵ On se réfère ici notamment au "Rectificatif à la recommandation 2004/384/CE de la Commission européenne du 27/04/04 concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l'annexe I de la directive 85/611/CEE du Conseil (JO L144 du 30/04/04) du Journal officiel L199 du 07/06/04 p.30-37."

²⁶ L'alinéa Sec. 210 - Cost consolidation and clarity (a) Expense ratio computation du "Mutual Fund Reform Act" de 2004 précise en particulier la méthode de calcul de l'indicateur synthétique des frais.

²⁷ Observons ici que si ces normes font assez largement l'objet d'un consensus dans l'industrie, elles peuvent conserver un caractère non prescriptif, certains pays comme le Luxembourg n'imposant pas la publication du TER.

Sur cette base, la mesure adaptée à l'analyse de l'impact des économies d'échelle devrait viser, d'une part, à rendre compte de la sensibilité globale des frais aux économies d'échelle, de façon à en mesurer l'importance pour les porteurs de parts, et, de l'autre, à mesurer plus spécifiquement les sources de ces économies d'échelle en se focalisant sur des types de frais plus propices à en révéler la présence. Nous revenons ultérieurement plus spécifiquement sur la définition européenne du TER et les questions méthodologiques qu'elle soulève.

1.3.3.2 Différents facteurs susceptibles de biaiser les comparaisons internationales de frais

Le constat des différences internationales est par ailleurs de nature à être biaisé par la concomitance de multiples facteurs d'hétérogénéité :

- Il s'agit tout d'abord de tenir compte de la différence entre produits commercialisés auprès d'investisseurs de détail et produits destinés à une clientèle d'investisseurs institutionnels, ces derniers étant généralement susceptibles de bénéficier de tarifs moins élevés. La discrimination selon le type de clientèle se traduit en pratique par l'offre, pour un même fonds, de différents types de parts (alors qualifiées d'"institutionnelles" ou de "*retail*") déclinant des tarifications spécifiques au type d'investisseur²⁸, ou plus précisément aux réseaux de distribution du produit concerné²⁹ ;
- En second lieu, le niveau des indicateurs agrégés par pays n'est pas indépendant de la structure (en particulier par catégories de fonds) de l'encours des fonds³⁰. Il est donc nécessaire, pour rendre pertinentes les comparaisons, de tenir compte des différences de nature, selon les pays, des produits commercialisés. Il existe différentes façons, plus ou moins appropriées (et sophistiquées) de traiter ces biais. Il est possible, à l'instar de CRA (2006), de créer un "*benchmark*" européen, un portefeuille de référence dont

²⁸ Notons que cette pratique correspond en théorie économique aux tarifications discriminantes mises en œuvre par des oligopoles ou des monopoles, qui vont chercher la rente que chaque client est disposé à payer.

²⁹ Plus généralement, les différents types (classes) de parts d'OPCVM reflètent des modalités de distribution qui sont étrangères à leur processus de gestion financière et caractérisent des modalités "techniques" de commercialisation des fonds. Ils permettent de différencier des parts de fonds selon :

- la tarification applicable au porteur, qui correspond en général au réseau de distribution –bancaire "grand public", ou plateforme institutionnelle. On distingue alors des parts *retail* (R) de parts institutionnelles (I) ;
- les caractéristiques relatives à la distribution des revenus des fonds –parts capitalisées (C) ou distribuées (D) ;
- la devise dans laquelle les opérations de souscription-rachat sont effectuées (parts en euro, en dollar, etc.).

³⁰ Très développés en France, les fonds monétaires, par exemple, sont structurellement plus gros que les fonds d'autres catégories. Une comparaison dans le temps ou à travers les pays qui ne tiendrait pas compte de l'importance relative de cette catégorie pourrait donc biaiser une évaluation des économies d'échelle.

l'existence, bien que théorique, permet de rapporter les mesures de frais relatives aux différents pays à une même aune. Une approche plus élaborée consiste à estimer économétriquement les frais en "contrôlant" pour ces différents effets de structure, ce que font, par exemple, Khorana, Servaes et Tufano (2008). Le plus simple reste de limiter les comparaisons à des catégories (populations) de fonds fines et donc homogènes, l'importance relative de ces différentes catégories étant appréciée par ailleurs.

- D'autres facteurs susceptibles d'affecter les comparaisons nécessitent en outre d'être spécifiquement documentés, au premier rang desquels la taille des fonds –dont les effets sur la tarification sont investigués plus précisément dans la suite de cette étude– mais aussi potentiellement l'âge des fonds (des effets d'expérience pouvant conduire à des réductions de coûts pour les gestionnaires et donc de frais pour les porteurs), ou d'autres facteurs exogènes potentiels dont l'importance reste à déterminer (éducation des investisseurs, etc.).

Enfin, il faut rappeler que seuls les frais directement relatifs aux OPCVM sont pris en compte ici, ce qui ne traduit pas toujours la réalité des frais à la charge des porteurs. Les véhicules investis en OPCVM peuvent en effet supporter des frais d'un autre type. L'assurance vie en unités de compte en fournit un exemple, qui représente un canal de distribution important des OPCVM en France ; or elle facture à l'investisseur, en sus des frais de gestion des OPCVM sous-jacents, des frais de gestion du contrat et, le cas échéant, des frais d'entrée et/ou d'arbitrage (lors des changements de support d'investissement), spécifiques à l'enveloppe assurantielle du produit. Fondamentalement, il est plus que probable que le mode de distribution ne soit pas neutre au regard de la tarification des OPCVM³¹.

³¹ Dans le cas présent, la tarification des OPCVM n'est probablement pas insensible à l'importance des "plateformes" de distribution d'OPCVM auprès des assureurs vie, c'est-à-dire aux frais d'enregistrement et rétrocessions (des frais de gestion au distributeur) payés à cet égard par les sociétés de gestion. L'impact de l'acquittement de ces frais propres aux plateformes est cependant indirect : il n'affecte les porteurs que dans la mesure où son effet sur la profitabilité des sociétés de gestion leur est retransmis.

1.3.4 Impact de la fragmentation des marchés sur les coûts supportés par les promoteurs de fonds de gestion collective

1.3.4.1 Coûts fixes et coûts variables dans l'industrie de la gestion collective

Les différents types de coûts supportés par les fonds de gestion collective apparaissent comme susceptibles de faire l'objet d'économies d'échelle à des degrés divers et, donc, d'être plus ou moins affectés par les différents freins possibles à l'intégration du marché européen. En effet, sur la base des observations empiriques, certains types de coûts liés à la gestion d'OPCVM sont fixes par nature et donc susceptibles de donner lieu à des économies d'échelle. Il s'agit en particulier de la rémunération des équipes de gestion, de la maintenance d'infrastructures techniques et administratives de gestion, ou encore du traitement des opérations de souscription-rachat. Par ailleurs, la nécessité actuelle de dupliquer dans différentes zones des infrastructures de traitement de souscription-rachat ou de commercialisation (coût des infrastructures techniques et administratives afférentes à cette gestion et aux traitements des ordres de souscription-rachat), devrait également permettre de réaliser des économies d'échelle.

Cependant, si l'observation empirique de ces sources de coûts légitime à elle seule une analyse en termes d'économies d'échelle, il convient d'en évaluer précisément l'importance relative, d'autres postes de coûts n'étant, eux, pas indépendants de la taille des fonds, comme les coûts d'information des porteurs ou ceux liés à l'acte de distribution (conseil, etc.). Les coûts de transaction eux-mêmes, par exemple, quoique dégressifs avec la taille des ordres transmis au marché, peuvent se révéler moins insensibles qu'attendus à la taille des fonds. Ce sera le cas lorsque, par exemple, de coûteuses stratégies d'exécution des gros ordres doivent être mises en place.

Au-delà, une distinction s'impose ici globalement entre coûts susceptibles de bénéficier d'économies d'échelle dans un cadre national –dont le potentiel d'économies d'échelle serait probablement épuisé dans les pays où la gestion collective a atteint une taille critique– et coûts susceptibles de bénéficier d'économies d'échelle internationales, exclusivement du fait des freins à l'intégration du marché européen.

1.3.4.2 Validation par les études disponibles de la présence d'économies d'échelle dans l'industrie de la gestion

Certains travaux académiques attestent de la présence, aux Etats-Unis comme en Europe, d'économies d'échelle dans l'industrie de la gestion d'actifs. D'un point de vue empirique, ces travaux partent d'une hypothèse de concurrence pure et parfaite qui les autorise à poser l'identité entre frais acquittés par les porteurs de parts et coûts de gestion impliqués par la gestion des fonds –la marge bénéficiaire des prestataires de services d'investissement y étant implicitement nulle³². Sur cette base, Latzko (1999) montre par exemple, pour les Etats-Unis, à la suite de McLeod et Malhotra (1997), que l'élasticité des coûts opérationnels de gestion des *mutual funds* relativement à leur taille est significativement inférieure à l'unité. Ces auteurs testent ainsi la robustesse de ce résultat pour l'ensemble des catégories de fonds considérées, puis pour différents seuils de taille. Ils en déduisent alors une taille optimale au-delà de laquelle les bénéfices à attendre des économies d'échelle sont réels mais moindres. De façon analogue, Dermine et Röller (1992) évaluent les économies d'échelle dans l'industrie française des SICAV et mettent en évidence des économies d'échelle pour les petites institutions. Ils font toutefois également apparaître des déséconomies d'échelle pour les firmes plus importantes, ce qui, accessoirement, leur permet d'indiquer la taille optimale d'une société de gestion diversifiée.

En dehors de la sphère académique, CRA (2006) tente d'estimer les bénéfices à attendre d'une intégration accrue des marchés domestiques européens. Considérant la nature des coûts supportés par les sociétés de gestion (tableau 2), et dans une perspective de comparaison internationale, leur importance relative (graphique 1), l'étude fait notamment ressortir :

- qu'en matière de gestion administrative des fonds et de "gestion de passif", "des freins réglementaires empêchent à certaines activités d'avoir lieu en dehors du pays de domiciliation et se traduisent par certaines duplications de coûts" mais que, d'ores et déjà, "on observe une tendance significative et appelée à se prolonger des acteurs à déléguer ce type de fonctions (...). Cette tendance est de nature à exercer une pression à la baisse sur les coûts, même si elle ne conduit pas nécessairement à une convergence du fait de facteurs nationaux spécifiques" ;
- que "Les économies potentielles provenant de la distribution excèdent largement le potentiel des économies de coûts liées à la production de fonds". Cette dernière

³² Latzko (1999) fait l'hypothèse que " *many mutual fund expenses are fixed costs*".

constitue ainsi le "segment le moins concurrentiel" de la chaîne de valeur et est caractérisée "en matière de concurrence et d'intégration par un problème d'accès à l'entrée des réseaux de commercialisation" (propriétaires) ;

- que "L'intégration et les mesures destinées à favoriser la croissance des fonds et leur consolidation pourrait conduire à une réduction significative des coûts de gestion", mais son impact sur le total des coûts de production des fonds européens devrait être limité par les progrès substantiels déjà réalisés sur ce point –en particulier par le fait que "les plus gros fonds ont probablement déjà exploité les économies d'échelle".

1.3.5 Les économies d'échelle sont-elles transmises aux porteurs par réduction des frais ?

Définies comme des réductions des coûts unitaires (par euro d'actif sous gestion) susceptibles de résulter d'une croissance du montant des actifs sous gestion concernés³³, les économies d'échelle sont de nature à bénéficier en premier lieu à l'industrie de la gestion collective. A cet égard, le Livre Blanc de la Commission européenne, dans son investigation des freins à l'intégration et au développement du marché européen de la gestion d'actifs, établit une relation directe entre les difficultés techniques rencontrées par la consolidation des fonds européens (les freins à la distribution et à la fusion transfrontière des fonds), leurs impacts sur l'organisation industrielle de la gestion d'actifs (la fragmentation) et le niveau relativement élevé des frais imputés aux souscripteurs de parts d'OPCVM³⁴. En d'autres termes, certaines économies d'échelle seraient inexploitées en Europe, dont les investisseurs finaux, porteurs de parts d'OPCVM, devraient pouvoir profiter.

Plusieurs éléments sont proposés pour orienter une investigation sur ce point. Tout d'abord, les limites du bénéfice susceptible d'être tiré des économies d'échelle sont précisées. Plus fondamentalement, l'étude de la formation des prix sur ce marché, un domaine de la recherche largement inexploré à ce jour, doit prendre en compte certaines observations préliminaires rappelées ici.

³³ Cette définition générale ne nécessite pas de spécifier, comme nous le faisons par la suite dans l'analyse statistique, le type d'économies d'échelle considéré.

³⁴ Citons ici : "d'importantes économies d'échelle demeurent inexploitées et l'investisseur final supporte des coûts inutilement élevés".

1.3.5.1 Des coûts et frais de distribution élevés limitent les économies d'échelle potentielles

L'analyse de la répartition des différents types de coûts supportés par les producteurs et distributeurs de fonds conduit à relativiser significativement l'importance de l'impact à attendre des économies d'échelle sur les frais de gestion des OPCVM. En effet, selon ZEW-OEE (2006), une autre étude conduite pour le compte de la Commission européenne dans le cadre des réflexions relatives au Livre Blanc, les coûts de distribution représentent entre 36% et 61% des frais de gestion d'OPCVM selon le pays et la catégorie de fonds considérés (tableau 3)³⁵. Or, les coûts de distribution sont en principe en large partie liés à des prestations de services individualisées peu susceptibles de faire l'objet d'économies d'échelle³⁶.

La prédominance des coûts de distribution dans les frais imputés aux porteurs de parts d'OPCVM semble donc relativiser le bénéfice potentiel attendu des économies d'échelle associées à la gestion d'actifs au sens strict. On note à cet égard, que l'absence quasi-totale de statistiques explique le nombre limité de travaux académiques sur les réseaux de distribution de produits financiers³⁷.

Tableau 3 : Rétrocessions moyennes payées au distributeur
(en % des frais de gestion)

	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	Espagne
Fonds Actions	47,75	46,10	59,65	52,30	51,20
Fonds Obligations	48,40	47,75	61,25	52,30	51,45
Fonds diversifiés	47,90	47,60	60,30	51,90	52,20
Fonds monétaires	35,60	38,30	52,80	39,40	36,90
Fonds CPPI	41,10	38,10	45,60	47,50	51,40
Fonds de fonds	45,00	41,65	49,60	48,35	43,35
Hedge funds	12,50	27,10	20,80	27,50	20,00

Source : ZEW-OEE (2006)

³⁵ La part de la distribution dans les coûts totaux mesurée par CRA (2006) –voir 1.3.2– est encore supérieure mais fait seulement l'objet d'une représentation graphique.

³⁶ Nous ne trouvons, jusqu'à preuve du contraire, pas de raison objective pour que les volumes investis se trouvent dans une relation déterminée avec la taille des fonds d'investissement eux même. En d'autres termes, les coûts liés à l'activité de conseil se rapportant à des montants d'investissement indépendants de la taille des fonds, ils devraient croître proportionnellement à ceux-ci. Certaines économies d'échelle en matière de distribution devraient cependant pouvoir être obtenues en réduisant certaines duplications internationales d'infrastructures.

³⁷ Dans leur analyse internationale des frais de gestion des OPCVM, Khorana, Servaes et Tufano (2007) mentionnent explicitement le manque de données pour justifier les limites de leurs travaux en termes d'analyse des frais de distribution. Certaines études ont cependant vu le jour récemment aux Etats-Unis, comme Bergstresser, Chalmers et Tufano (2006) (voir commentaire en 1.3.5.3).

1.3.5.2 Comprendre la formation des prix requiert d'analyser la concurrence

Une analyse approfondie de la relation entre coûts supportés par les prestataires de services de gestion collective et frais imputés aux investisseurs en OPCVM revient à évaluer les mécanismes de tarification et donc des déterminants de la rentabilité de l'industrie. En termes analytiques, ceci requiert de comprendre les mécanismes de concurrence à l'œuvre et la capacité des producteurs (en l'occurrence les gérants d'OPCVM) à fixer les prix (le "*pricing power*")³⁸.

La première difficulté technique est ici avant tout d'isoler au sein des services de gestion d'actifs les activités propres à la gestion collective –par opposition, par exemple, aux services de gestion individuelle ou sous mandat³⁹. Accessoirement cela conduit d'ailleurs aussi à s'interroger sur les relations entre la rentabilité de ces différents services d'investissement. D'autre part, une difficulté résulte du fait que la comptabilité des sociétés de gestion peut rarement être observée de façon isolée, l'industrie de la gestion d'actifs ne donnant lieu qu'exceptionnellement à la création d'entités capitalistiquement indépendantes –financées, par exemple, sur les marchés boursiers⁴⁰. Il en résulte une difficulté d'établir les bases comptables appropriées, et, à tout le moins, une grande rareté des analyses portant sur les questions concurrentielles par la littérature académique⁴¹.

De rares analyses académiques ont cependant été conduites pour évaluer le degré de concurrence entre les acteurs de la gestion d'actifs et les modalités de fixation des prix. Constatant des écarts de tarification particulièrement significatifs entre fonds collectifs commercialisés aux Etats-Unis et au Canada, Ruckman (2003), en particulier, développe un modèle original de concurrence monopolistique appliqué à l'industrie de la gestion d'actifs. Ce modèle théorique a la particularité de permettre le jeu simultané d'économies d'échelle et d'une

³⁸ Un certain *pricing power* transparaît dans la capacité des gestionnaires d'OPCVM à pratiquer des tarifications discriminantes selon le type de clientèle concernée : il est, par exemple, d'usage en Europe, de commercialiser différents types de parts d'un même fonds à des tarifs plus élevés pour les investisseurs de "détail" (on parle de "part *retail*" du fonds) que pour les investisseurs de "gros" (on parle alors de part institutionnelle). Ce *pricing power* transparaît également dans la négociabilité de certains frais.

³⁹ Notons que ce type d'analyse est cependant conduit en France par l'AMF dans une enquête annuelle sur la rentabilité de la gestion d'actifs –voir Autorité des Marchés Financiers (2008).

⁴⁰ Les analyses financières de sociétés de gestion cotées portent essentiellement sur des sociétés britanniques. Voir, par exemple, Morgan Stanley (2006).

⁴¹ Cette relative absence d'analyse concurrentielle est plus largement caractéristique des services d'intermédiation de marché. L'intermédiation par les marchés réglementés (notamment d'actions), à l'inverse, fait cependant l'objet d'une transparence qui a permis l'émergence de courants académiques spécifiques particulièrement fertiles (microstructure des marchés financiers). Ces derniers ont notamment permis de développer des outils d'analyse adaptés à l'étude de la concurrence à laquelle ces marchés sont soumis.

formation des prix en concurrence imparfaite (permettant aux producteurs de différencier leurs produits et leurs prix). La qualité du modèle est démontrée empiriquement par son aptitude à prédire le nombre de fonds effectivement commercialisés au Canada et à rendre compte des écarts de prix observés.

Ce type d'analyse, assez isolé, mériterait d'être étendu à d'autres marchés. Il conviendrait alors d'observer la manière dont l'offre de fonds historiquement constituée conditionne l'intensité de la concurrence et la formation des prix, et plus spécifiquement d'évaluer à cet égard l'importance de l'intégration de la gestion collective dans des groupes bancaires propriétaires de leurs réseaux de commercialisation. Avant toute chose, cependant, une telle modélisation devrait tenir compte des spécificités de l'offre et de la demande d'OPCVM constatées par certains travaux empiriques.

1.3.5.3 Des travaux empiriques précisent les motifs d'offre et de demande d'OPCVM

- Demande d'OPCVM : l'élasticité-prix reflète la rationalité limitée des épargnants

Certaines limites à l'exercice concret de la concurrence proviennent de la rationalité limitée des comportements d'épargne des investisseurs, notamment particuliers. La littérature académique consacrée à la "finance comportementale" explore depuis des décennies la remise en cause des hypothèses classiques sur la demande d'épargne des ménages et documente de multiples sources de questionnement à cet égard. Elle s'interroge en particulier sur la faible participation des ménages aux marchés d'actions et sur la diversification insuffisante de leur portefeuille, notamment internationale –on parle alors de "biais domestique", cf. Séjourné (2006). Dans ce contexte, certains travaux analysent plus spécifiquement le comportement des épargnants eu égard aux frais de gestion des OPCVM. Elton *et al.* (2002), en particulier, mettent en évidence la faible rationalité des épargnants en matière de sélection de fonds de gestion collective aux Etats-Unis. Pour ce faire, ils comparent les comportements d'épargne face aux différences de tarification et de traitement fiscal des *mutual funds* indiciels répliquant l'indice S&P 500⁴². Ils montrent alors que les flux de collecte ne s'orientent pas nécessairement vers les fonds dont les

⁴² "S&P 500 index funds hold virtually the same securities, yet they differ by more than 2% per year in the fees they charge investors and the returns they offer investors. In this paper, we show that the relative returns offered by alternative S&P index funds are easily predictable. We show that the other important aspects of performance, risk and tax efficiency, are also easily predictable. Despite this predictability, the relationship between new cash flows and performance is much weaker than we would expect based on rational behavior. Marketing and spillover account for some, but only a small amount, of the cash flows not accounted for by performance."

performances nettes de frais et d'effet fiscal sont les meilleures, alors que ces deux paramètres sont déterminés de façon exogène, et sont bien connus des épargnants.

Prolongeant ce type d'analyse, Barber *et al.* (2003) établissent que la sensibilité des porteurs aux frais diffère selon les types de frais considérés, et en fonction de la plus ou moins grande "visibilité" des frais en question⁴³. Ainsi, les porteurs sont-ils beaucoup plus sensibles aux frais d'entrée dans les fonds (*front-end loads*) qu'à des frais de gestion récurrents (*operational expenses*), dont les montants nominaux plus faibles impactent pourtant *in fine* beaucoup plus la performance. Ces travaux se rattachent à un ensemble de recherches⁴⁴ qui met plus généralement en évidence la significativité de la relation entre frais de *marketing* et investissement des particuliers.

Bergstresser *et al.* (2006), dans le même ordre d'idées, cherchent à expliciter les raisons gouvernant le choix des épargnants aux Etats-Unis de faire appel à des intermédiaires (*brokers*) pour acquérir des parts de *mutual funds*, plutôt que de recourir à la vente directe. Ils montrent alors que le –coûteux– recours aux *brokers*, ne permet pas aux épargnants de bénéficier d'une meilleure sélection de fonds, et donc d'obtenir des fonds dont la performance nette de frais est supérieure.

Au total, la rationalité des choix des épargnants en matière de sélection de services de gestion collective est donc à tout le moins irréductible à une caractérisation simple. Elle traduit donc au mieux une capacité limitée à comparer les prix des produits offerts et à mettre en concurrence les prestataires de services de gestion. Il en résulte une nécessité pour le régulateur de marché,

⁴³ " *Mutual funds have dramatically changed the way that they charge expenses. The proportion of diversified U.S. equity mutual fund assets invested in front-end load funds has dropped from 91% in 1962 to 35% in 1999 (...). In contrast, asset-weighted operating expenses for these funds increased by more than 60% – from 54 bp in 1962 to 90 bp in 1999 (...), despite the great increase in total assets under management. (...), we argue that the most plausible explanation for this change over time is investor learning. Investors have learned by experience to avoid mutual fund expenses. However, they have learned more quickly about front-end load fees, which are large salient one-time fees, than operating expenses, which are smaller ongoing fees that are easily masked by the volatility of equity returns.* " *op. cit.*

⁴⁴ Par exemple, dans la lignée de Jain et Wu (2000), qui révèlent l'effet significatif de la publicité sur les flux de collecte (et l'absence de qualité prédictive de cette publicité en matière de performance), Henrik Cronqvist (2005) étudie l'effet de la publicité sur les choix des investisseurs et montre qu'elle les oriente vers des fonds plutôt plus coûteux et plus risqués ; Gallaher, Kaniel et Starks (2006) confirment la convexité de la relation entre performance passée et flux d'investissement ainsi que l'effet sur les flux d'investissement des dépenses de publicité ; Mullainathan et Shleifer (2005), contextualisent ces investigations en étudiant de façon plus générale les effets de la "Persuasion en finance".

soulignée par IOSCO (2004), d'analyser précisément les modalités de la "délégation" de gestion à des gérants professionnels, et d'interpréter leur impact sur le processus de formation des prix⁴⁵.

- Du côté de l'offre, la littérature identifie certaines incitations des gestionnaires d'actifs à obtenir des économies d'échelle et en mesure et analyse certains effets.

La première concerne la constitution de familles de fonds à l'échelle des sociétés de gestion. Observée aux Etats-Unis comme en Europe, mais dans ce dernier cas surtout à l'échelle nationale, elle a probablement plus particulièrement trait à l'offre des groupes bancaires intégrés. Gaspar, Massa et Matos (2006) notent par exemple :

" One of the most striking features of the U.S. mutual funds industry is the prevalence of the fund family organization. Virtually all mutual funds are affiliated with fund complexes and the top 50 fund families have steadily concentrated over 80% of all the equity assets under management. This implies that most fund portfolio managers (e.g., Fidelity Contrafund's manager) do not work directly for their funds' shareholders, but rather for a mutual fund organization (e.g., Fidelity Investments)."

Au-delà, mais cet effet est loin d'être dominant, Khorana *et al.* (2008) établissent la significativité statistique des réductions de frais de gestion liées à l'appartenance d'un fonds à une famille de fonds.

A l'échelle des fonds, la maximisation par les gérants de la taille des fonds -sur laquelle est en grande partie assise leur rémunération- se fait indirectement. Les études⁴⁶ montrent que les gérants sont avant tout incités à poursuivre des stratégies de captation de flux de collecte dont l'accumulation permet d'accroître la taille des fonds, et *in fine* leurs revenus. Pour le gérant, il s'agit donc d'obtenir des performances relatives supérieures aux autres fonds de même catégorie, les meilleurs classements et notations étoilées permettant alors de capter une part

⁴⁵ " Fees arrangements can also give rise to conflicts of interest and to breaches of the fiduciary duty of the investment fund operator. Some of these issues have to be dealt with by rules of conduct rather than with disclosure requirements" *op. cit.*

⁴⁶ De nombreux travaux académiques évoqués par Grillet-Aubert et Sow (2009) confirment le constat de Ippolito (1992) et Chevalier et Ellison (1997).

prépondérante de la collecte⁴⁷. L'incitation du gérant à réaliser des économies d'échelle repose donc sur une incitation à performer. Rien n'est dit, cependant, sur l'incitation du gérant d'un fonds dont les bonnes performances se sont traduites par une collecte forte et une croissance significative des encours sous gestion, à répercuter les économies de coûts liées à l'obtention d'économies d'échelle sur les frais à la charge des porteurs. Au contraire, la littérature en question voit dans la convexité de la relation flux-performance observée (le gain des fonds les plus performants n'a pas pour contrepartie une perte de même ampleur des fonds qui le sont le moins) des sources de conflits d'intérêt propres entre le gérant et les porteurs⁴⁸. Seul le jeu de la concurrence –dont nous venons de noter les limites– est donc de nature à inciter le gérant à retransmettre ses économies d'échelle aux porteurs. Khorana *et al.* (2008) montrent néanmoins un effet faible mais du signe attendu (le coefficient du critère de taille dans l'équation de détermination des frais est négatif) et statistiquement significatif des économies d'échelle sur le niveau des frais de gestion.

1.3.5.4 L'étude des frais de gestion fait ressortir des déterminants multiples

Au total, en dépit du fait qu'il établit la significativité statistique du rôle de certains indicateurs, Khorana *et al.* (2008), dont l'objet est de rendre compte des écarts importants de tarification des services de gestion collective observés à l'échelle internationale, illustrent la difficulté à prédire dans quelle mesure les économies d'échelle peuvent se répercuter sur les frais acquittés par les porteurs de parts d'OPCVM. A partir d'un travail économétrique approfondi, l'étude montre en effet que les frais de gestion sont déterminés par un nombre important de facteurs mais que leur prise en compte n'explique qu'une partie relativement faible des écarts constatés. Parmi les déterminants des frais, outre la taille des fonds et leur appartenance à une "famille", un large éventail de variables est pris en compte, celles-ci comprenant notamment des indicateurs relatifs à la structure de l'offre de produits de gestion collective (rôle des acteurs bancaires), à la qualité de la réglementation, ou au degré d'éducation financière des investisseurs. Sur ce dernier point, notons que le niveau d'éducation financière de la population tend à réduire les frais de gestion, probablement du fait de la capacité à plus mettre en concurrence l'offre de produits qu'elle implique.

⁴⁷ Statistiquement, une relation croissante et non-linéaire (convexe) est mise en évidence entre flux de collecte et performance passée des fonds.

⁴⁸ La convexité de la relation flux-performance est perçue comme porteuse de conflit d'intérêt en ce qu'elle incite le gérant à prendre des risques non voulus par les porteurs. L'analyse de cette relation d'agence vise à identifier la forme optimale des contrats par lesquels les investisseurs "délèguent" la gestion de leurs portefeuilles financiers à des gérants professionnels.

Tableau 4 : Comparaison par pays des niveaux de frais de gestion (*management fees*) après contrôle des caractéristiques des fonds et familles de fonds (2006)

Domicile	Country of sale																Average		
	Austral.	Austria	Belgium	Canada	Denm.	Finland	France	Germ.	Italy	Japan	Lux.	Netherl.	Norway	Spain	Sweden	Switz.		UK	US
Australia	0.89	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.89
Austria	-	0.99	-	-	-	-	0.91	0.91	0.99	-	0.92	-	-	-	-	0.96	-	-	0.95
Belgium	-	-	0.71	-	-	-	0.73	0.72	0.81	-	0.73	0.71	-	-	-	0.77	-	-	0.74
Canada	-	-	-	1.84	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.84
Denmark	-	-	-	-	0.53	-	-	0.55	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.54
Dublin	-	1.11	1.02	-	1.02	1.15	1.06	1.06	1.14	-	1.07	1.05	1.13	1.08	1.13	1.11	1.14	-	1.09
Finland	-	-	-	-	-	1.13	-	-	-	-	-	-	1.09	-	1.09	-	1.10	-	1.11
France	-	1.00	0.91	-	-	-	0.98	0.95	1.03	-	-	0.94	-	0.97	-	1.00	1.03	-	0.98
Germany	-	1.00	0.91	-	-	-	0.95	0.97	1.03	-	0.96	0.94	-	0.97	1.02	1.00	1.03	-	0.98
Island offshore	-	1.15	1.06	-	-	1.19	-	1.10	1.19	-	-	1.09	1.17	-	1.17	1.15	1.18	-	1.15
Italy	-	-	-	-	-	-	-	-	1.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.42
Japan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.25	-	-	-	-	-	-	-	-	1.25
Luxembourg	-	1.10	1.01	-	1.01	1.13	1.05	1.05	1.13	-	1.05	1.03	1.12	1.07	1.12	1.09	1.13	-	1.08
Netherlands	-	-	0.64	-	-	-	0.69	0.68	-	0.69	0.69	-	-	-	-	0.73	-	-	0.69
Norway	-	-	-	-	1.09	1.22	-	-	-	-	-	-	1.22	-	1.20	-	1.21	-	1.19
Spain	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.46	-	-	-	-	1.46
Sweden	-	-	-	-	-	1.15	-	-	-	-	-	-	1.13	-	1.16	-	1.14	-	1.15
Switzerland	-	1.19	-	-	-	-	1.14	1.14	1.22	-	1.15	-	-	1.16	-	1.21	1.22	-	1.18
United Kingdom	-	1.15	1.06	-	1.06	-	1.10	1.10	1.18	-	1.11	1.09	1.17	1.12	1.17	1.15	1.20	-	1.13
United States	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.87	0.87
Average	0.89	1.09	0.91	1.84	0.94	1.16	0.96	0.93	1.12	1.25	0.96	0.94	1.15	1.12	1.13	1.01	1.14	0.87	

Source : A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano, (2008)

2. UNE ANALYSE DE LA RELATION TAILLE-FRAIS POUR LES OPCVM FRANÇAIS ET LUXEMBOURGEOIS

2.1 Problématique et bases analytiques de l'étude

L'analyse empirique qui suit spécifie certaines interrogations formulées ci-avant sur le fonctionnement concurrentiel du marché des OPCVM. Elle se limite à cet égard à une prise en compte des économies d'échelle réalisées "au niveau des fonds", et exclut donc du champ d'étude les économies d'échelle liées aux bénéfices "croisés" susceptibles d'être tirés de la constitution de gammes de fonds étendues (la littérature parle de "familles" de fonds⁴⁹), ou encore, au niveau d'une place financière (lorsque, par exemple, des externalités positives sont tirées du développement de bassins d'emploi qualifié, de la formation de réseaux ou du développement d'infrastructures communes).

En second lieu, compte tenu du caractère inobservable des coûts de gestion (c'est à dire de l'absence de base statistique appropriée) et du caractère insuffisamment documenté de l'approximation faite par certaines recherches empiriques de ces coûts par les frais de gestion, la relation entre taille des fonds et total des frais supportés par les investisseurs de détail est estimée directement. Elle s'interprète ainsi comme la mesure dans laquelle les fonds d'encours élevés bénéficient d'une tarification plus ou moins favorable aux porteurs de détail.

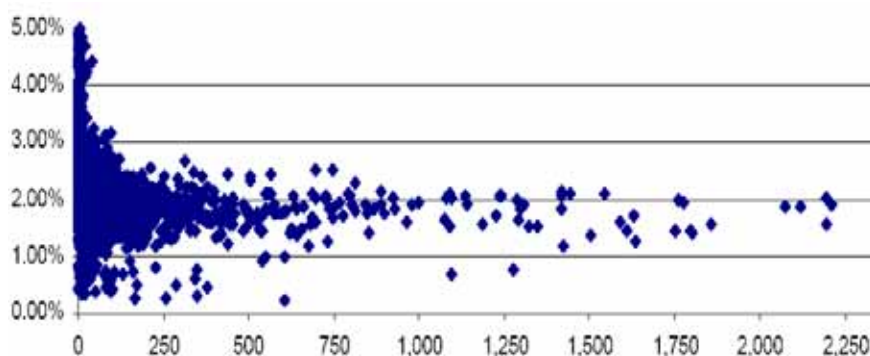
Enfin, certaines difficultés limitent l'utilisation diachronique susceptible d'être faite des bases de données, notamment celles liées au "biais du survivant" c'est à dire au suivi de la "démographie" de la population observée⁵⁰. La relation est donc évaluée dans ce qui suit en coupe transversale (ou "instantanée").

⁴⁹ Voir par exemple Gaspar, Massa et Matos (2006).

⁵⁰ Une approche complémentaire de celle retenue ici consisterait à examiner dans le temps l'évolution de la relation entre frais de gestion et niveaux d'encours pour des cohortes de fonds. Elle soulève des difficultés pratiques pour constituer des historiques de tarification des fonds sur longue période, à partir de la date de création des fonds, en tenant compte des facteurs d'évolution de l'échantillon (changements de stratégie, fusions, etc.). Les bases de données commerciales qui autorisent les comparaisons internationales sont affectées par le "biais du survivant" (*survivorship bias*). Ce biais est

Une analyse de cette nature a été conduite par Lipper (2005), sur la base d'échantillons représentatifs de fonds "actions" domiciliés au Luxembourg. Essentiellement descriptive, elle décline simplement un indicateur du total des frais de gestion, le Total Expense ratio (TER)⁵¹, selon différentes catégories d'encours des fonds, sans recourir à une estimation économétrique. La représentation graphique proposée (graphique 4) semble révéler, jusqu'à un seuil de taille qui resterait à établir, et malgré une grande dispersion des données, une tendance du TER à diminuer au fur et à mesure de l'augmentation de la taille (l'actif net sous gestion) des fonds. Au-delà de ce seuil, la pente de la relation paraît plus difficile à caractériser. L'objet de ce qui suit est de prolonger l'analyse sur ce point.

Graphique 4 : Relation taille-frais pour les fonds actions luxembourgeois gérés activement (% , mn USD)



Note : sur la base des TER des parts "retail". Source : Lipper (2005).

susceptible de survenir lorsque l'on étudie dans le temps une population en considérant exclusivement les propriétés des "survivants" à une date donnée, sans tenir compte des "disparitions" qui l'ont précédée. Dans le cas présent, ne considérer que les fonds "vivants" (commercialisés, et donc renseignés dans la base à la date où elle est consultée) sans tenir compte des fonds qui ne sont plus commercialisés ou des événements (fusions, etc.) ayant pu affecter la taille des fonds, fait courir le risque de mal interpréter l'évolution de cette variable dans le temps.

⁵¹ Une présentation et une discussion de la méthodologie de cette indicateur est proposée dans la section 3.3 ci-après.

2.2 Fondements empiriques de l'étude

L'objet de l'analyse qui suit est de préciser la mesure dans laquelle les économies d'échelle identifiées au niveau de fonds pris individuellement sont dans les faits répercutés sur les porteurs. Ce travail est réalisé à partir d'échantillons de fonds extraits des bases de données de Lipper Fitzrovia. Ce qui suit présente brièvement ces bases de données et les motivations ayant conduit à leur utilisation, pour ensuite discuter du contenu et des propriétés des échantillons de fonds sélectionnés.

2.2.1 Propriétés des bases de données Lipper Fitzrovia

2.2.1.1 Homogénéité et représentativité des populations de fonds

Le champ de l'étude concerne les OPCVM de droit européen domiciliés en France et au Luxembourg, deux principaux foyers de domiciliation d'OPCVM en Europe qui, à eux seuls, représentent plus de la moitié de l'encours des OPCVM européens⁵². D'emblée, une difficulté résulte de la nécessité de disposer de catégories de fonds internationalement homogènes⁵³. En l'absence d'harmonisation internationale des nomenclatures en usage, Lipper établit des classifications de fonds propres à partir de sources d'information diverses –les objectifs de placement affichés, les prospectus et fiches descriptives, ou encore les rapports annuels ou semestriels des fonds⁵⁴.

En second lieu, il s'agit de constituer des échantillons représentatifs des marchés français et luxembourgeois. Or, la base *Fitzrovia Fund Charges* offre la possibilité de constituer de vastes

⁵² Sur la base des statistiques EFAMA à la mi-2007.

⁵³ Les régulateurs financiers procèdent rarement eux-mêmes à la catégorisation des OPCVM en sorte que seules des normes professionnelles sont proposées dans certains pays. En outre, les nomenclatures des régulateurs financiers sont largement exemptes de toute harmonisation internationale. L'Autorité des marchés financiers, par exemple, définit un "OPCVM actions" comme exposé à hauteur de 60% au minimum sur le marché des actions alors que le régulateur financier allemand, BAFIN, définit ce seuil par une exposition minimale à hauteur de 51%.

⁵⁴ Visant à constituer des catégories homogènes et appropriées à l'analyse des frais, la nomenclature Lipper Fitzrovia catégorise les fonds sur la base de seuils de 85% (un fonds est catégorisé "Actions" lorsqu'il contient au moins 85% d'actions) et distingue notamment sur cette base les catégories suivantes : "Actions" ("*Equities*"), "Obligations" ("*Bonds*"), "Monétaire" ("*Cash/Short term*") et "Diversifiés" ("*Mixed Equities/Bond*"). La méthodologie de Lipper Fitzrovia (2006) prévoit ainsi : "*Many funds' investment policies permit the fund manager to invest in a wide variety of vehicles, often including both equities and bonds. Lipper Fitzrovia generally applies the 85% rule (as outlined in point 7 above). It would not be helpful to label every fund as potentially mixed or balanced, simply because of a broad investment policy in the prospectus. For Lipper Fitzrovia to categorise a fund as "Mixed Equities/Bonds" it would need a portfolio weighting of greater than 15% in each category.*"

échantillons de fonds d'investissement propres à assurer la significativité statistique d'analyses quantitatives. Cette représentativité s'apprécie à l'aune des taux de couverture, qui rapportent la base Fitzrovia, et plus spécifiquement les bases TER France et TER Luxembourg, aux données agrégées sur le marché diffusées par les régulateurs (AMF), les associations professionnelles (EFAMA), ou enfin des bases de données commerciales, comme Lipper Hindsight⁵⁵. Ces rapprochements ont cependant un caractère approximatif, qui résulte de plusieurs facteurs. Tout d'abord, la base Fitzrovia ne permet pas d'identifier précisément le statut réglementaire des fonds considérés, ce qui se traduit par un décalage mineur en termes de périmètre des données prises en compte, car certains fonds n'y ont pas le statut d'OPCVM de droit européen (UCIT). Par ailleurs, ces différences de périmètre des comparaisons sont renforcées par le fait que les catégories de fonds définies par Fitzrovia ne coïncident pas strictement avec celles des données agrégées de l'EFAMA ou de l'AMF. Enfin, dans un contexte de marché haussier, des écarts de valorisation sont susceptibles de résulter du fait que les encours des fonds répertoriés dans la base Fitzrovia sont mesurés en fin d'exercice comptable.

De façon générale, malgré ces réserves mineures, la représentativité de la base TER Luxembourg apparaît particulièrement élevée, puisque l'encours total qu'elle considère se rapproche de celui des OPCVM luxembourgeois mesuré par l'EFAMA. La représentativité de la base TER France, apparaît cependant moindre, un peu moins de la moitié des encours d'OPCVM mesurés par l'AMF étant couverts. Il est donc à craindre que, par effet de sélection adverse, certains manques d'information n'induisent des biais (*selection bias*) dans les échantillons. Une analyse plus fine de la représentativité des échantillons français révèle cependant qu'à l'exception des fonds diversifiés -dont la taille moyenne est très supérieure à celle de la catégorie correspondante de l'AMF- les différentes catégories de fonds sont représentées de façon relativement homogène, avec un léger biais possible en faveur des fonds "Actions" de grande taille. Une analyse de la distribution des fonds par catégorie de taille (voir les graphiques 5 et 6 ci-après) ne fait cependant pas ressortir d'asymétrie particulière des distributions des critères de taille et de TER par rapport à celles de fonds luxembourgeois de même catégorie (voir graphiques 11 à 14 ci-après). On peut par ailleurs s'assurer de la représentation d'un éventail large de profils-types de

⁵⁵ La constitution (et la commercialisation) de Lipper Hindsight est historiquement indépendante de celle de Lipper Fitzrovia. Plus généralement, Hindsight a vocation à permettre de conduire des études de marché et des analyses de performance des fonds. Cette base rediffuse de multiples sources de données nationales et internationales, réglementaires et privées, et trouve sa principale valeur ajoutée dans la production et le maintien d'indicateurs harmonisés à l'échelle internationale, à savoir en premier lieu celui de nomenclatures fines des fonds.

promoteurs de fonds (sociétés de gestion filiales de grandes banques de réseau, sociétés spécialisées dans la gestion privée/de fortune, etc.). Eu égard à la liste des promoteurs représentés dans la base, l'absence d'un acteur de marché important ainsi que celle de certains acteurs de niche -notamment des sociétés de gestion de type "entrepreneurial"- apparaissent comme remarquables⁵⁶. Il pourrait en résulter un biais déclaratif négatif sur les TER de la base France (sous-estimation), du fait des spécialisations des acteurs identifiés (comme, par exemple, l'investissement en valeurs de petite capitalisation), des spécialisations susceptibles d'accroître les frais.

2.2.1.2 Les indicateurs de frais de gestion

Le TER rend compte des frais ayant un effet récurrent sur la performance des fonds, c'est à dire induits par les coûts opérationnels (notamment administratifs, de conservation, juridiques et d'audit) et de gestion de portefeuille au sens strict⁵⁷, conformément aux définitions retenues par la Commission européenne⁵⁸.

La pertinence de l'indicateur de TER de Lipper Fitzrovia est assurée par :

- le traitement d'informations comptables qui permet de s'affranchir des TER affichés : Lipper Fitzrovia collecte et retraite en effet des informations sur les frais effectivement prélevés sur la base des rapports annuels de gestion des OPCVM. Le retraitement de données comptables permet en outre d'assurer l'homogénéité internationale des méthodes de calcul des TER, au-delà de ce qu'établissent, sur la base des normes réglementaires européennes, les seuls prospectus⁵⁹ ;

⁵⁶ Caractéristique du dynamisme du marché français, les sociétés de gestion entrepreneuriales sont difficiles à définir positivement. Elles sont conçues ici au sens large de sociétés majoritairement détenues par des personnes physiques, mais à l'exclusion notamment des sociétés plus généralement orientées vers la gestion privée ou de fortune.

⁵⁷ En France, l'instruction 2005-02 de l'AMF relative au prospectus complet des OPCVM spécifie par exemple que "Les frais de fonctionnement et de gestion correspondent à l'ensemble des dépenses engagées par l'OPCVM pour son fonctionnement. Elles comprennent notamment : a) Les frais de gestion financière ; b) Les frais d'administration ; c) Les frais du dépositaire ; d) Les frais d'audit ; e) Les frais juridiques ; f) Les frais d'enregistrement, cotisations AMF, cotisations à une association professionnelle ; g) Les frais de distribution."

⁵⁸ Voir note de bas de page 25.

⁵⁹ Des différences nationales dans l'implémentation de la réglementation européenne sont notamment relevées par un groupe de travail récent de l'ALFI sur le sujet -ALFI (2007). On observe en particulier, que la mention du TER apparaît comme optionnelle dans le prospectus simplifié au Luxembourg.

- le mode de calcul de l'indicateur, qui est conforme à la définition réglementaire européenne (il l'a, de fait, initialement inspirée). Techniquement, il rapporte la mesure comptable des dépenses opérationnelles du fonds (le montant des frais effectifs) à son actif net moyen annualisé⁶⁰. Comme le rappelle le "*position paper*" de Lipper Fitzrovia (reproduit en Annexe D), cette méthode fournit un indicateur indépendant de la fréquence du *reporting* comptable⁶¹ ;
- la prise en compte, pour chaque OPCVM, des frais spécifiquement afférents à la détention par différents types d'investisseurs. En pratique, Lipper Fitzrovia⁶² définit par défaut les parts de fonds comme "*retail*". Ceci fournit une approximation de la tarification des fonds commercialisés auprès d'investisseurs de détail, même s'il convient de préciser que seules les parts réservées exclusivement aux investisseurs institutionnels sont positivement caractérisées comme telles⁶³.

Les indicateurs proposés ne tiennent donc pas compte :

- des coûts de transaction relatifs à l'achat et à la vente de titres ou à l'exécution d'ordres de bourse pour les besoins de la gestion de portefeuille (voir encadré page 41). Du point de vue comptable, ces frais sont considérés comme des dépenses en capital, non comme des revenus. En France, l'indicateur officiel inclut une partie de ces frais, mais ceux-ci ne sont généralement pas pris en compte dans le TER (et ne le sont donc pas par Lipper). Ils affectent directement le bilan de l'OPCVM (l'actif du fonds)⁶⁴ et sont en pratique souvent difficiles à mesurer, mais peuvent avoir un impact substantiel ;

⁶⁰ L'actif net moyen sur la base duquel les frais (souvent perçus sur la base d'un calcul hebdomadaire) sont établis par le promoteur du fonds n'est pas fourni dans les documents comptables. Lipper Fitzrovia (2006) précise que l'actif net moyen est alors recalculé sur la base de la formule suivante :

$$\text{Actif net moyen} = [(\text{Frais de gestion perçus}/\text{nombre de jours}) \times 365] / \text{TER affiché (\%)}$$

⁶¹ La norme professionnelle proposée par FEFSI (2002) proposait deux formules de calcul alternatives : "*The Fund's TER should be calculated in function of an average of assets under management on a daily, weekly or at least monthly basis, or alternatively it can be done based on a Fund's profit & loss account by means of a mathematical formula such as :*

$$(\text{Total costs charged to the Fund (excl. brokerage) [in nominal figures]}/\text{Management fee paid by the Fund [in nominal figures]}) \times \text{Management fees [in \%]} "$$

⁶² Voir Lipper Fitzrovia (2006).

⁶³ Le "*Fund charges Guide*" précise : "*We use the following categories: institutional; CDSC; additional; no load; dedicated; internal; master; pension; uncategorised. We recommend that if subscribers wish to create a universe of retail funds, they should exclude records if they have any entry in this field (i.e. blank relates to a "retail" fund/share class). This is not a perfect retail universe, as definitions of "institutional" are grey, and others are not overtly institutional, but the resulting universe is the closest Lipper Fitzrovia, or in all probability anyone else, will get to a "retail" universe.*" Ajoutons ici que le recours à différentes catégories de parts selon le type d'investisseur est plus répandu au Luxembourg qu'en France.

⁶⁴ Voir alinéa "Transaction Costs" de Lipper (2005) reproduit en annexe D.

- des frais qui, lorsqu'il y a lieu, sont perçus en une seule fois et indépendamment de la durée de détention du fonds tels que les frais d'entrée dans le fonds (*front-end loads*) et de sortie (*exit fees*) ;
- des commissions de (sur)performance incluses dans le calcul de l'indicateur officiel du TER, mais, en l'espèce, fournies séparément par Lipper⁶⁵.

En première analyse, une mesure exhaustive des frais perçus susceptibles d'affecter la performance des OPCVM, et donc couvrant un périmètre plus large que les seuls TER, serait préférable, au regard de la problématique de l'étude. Mais la constitution d'un tel indicateur soulève des difficultés techniques⁶⁶ et le TER –outre qu'il apparaît comme suffisamment synthétique pour que les régulateurs européens et américains⁶⁷ aient désiré en "systématiser l'usage dans les documents à destination des investisseurs"⁶⁸– présente l'avantage de ne pas prendre en compte des frais de commercialisation, susceptibles, le cas échéant, d'être négociés. Ces derniers sont en effet a priori peu sensibles aux économies d'échelle et leur non prise en compte est de nature à améliorer l'estimation d'une relation entre taille et frais prélevés par les OPCVM. Plus fondamentalement, les travaux académiques semblent indiquer que les propriétés du TER (notamment les hiérarchies selon ce critère) sont statistiquement stables lorsqu'on les compare à celles d'indicateurs de frais plus exhaustifs⁶⁹.

⁶⁵ La mesure statistique des commissions de (sur)performance (*performance fees*) soulève des problèmes spécifiques. Elle procède en outre d'une logique économique distincte. Notons que d'un point de vue comptable, en France, les commissions de (sur)performance sont provisionnées, lorsqu'il y a lieu, quotidiennement, ce qui est d'ailleurs susceptible d'avoir des implications sur l'égalité de traitement des porteurs -voir discussion dans AMF (2005bis).

⁶⁶ L'impact des frais d'entrée et de sortie est difficile à mesurer car ils sont souvent négociables, et l'on manque de bases de données pertinentes. Des approximations peuvent cependant être faites sur la base d'hypothèses sur la durée de détention moyenne des fonds, généralement stable. Par ailleurs, pour autant que l'on dispose de bases de données représentatives des commissions de surperformance, mesurer leur impact supposerait en outre de faire des hypothèses audacieuses sur les performances des OPCVM (et sur leur stabilité).

⁶⁷ Au Etats-Unis, le *Mutual Fund Reform Act* de 2004 précise dans son Titre II (*Fund transparency*) la nature des indicateurs pertinents (SEC .210. *Cost consolidation and clarity (a) Expense ratio computation*).

⁶⁸ "Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective" présenté le 9 octobre 2002. Fruit d'un groupe de travail présidé par M. Adhémar, membre du Collège de la Commission des Opérations de Bourse (aujourd'hui AMF), ce rapport préconisait ainsi la mention du TER dans les documents d'information diffusés aux porteurs d'OPCVM. L'adoption de ce concept par la réglementation européenne a eu lieu en 2004. FEFSI (2002) atteste par ailleurs d'une reconnaissance du TER dès 2002 comme norme professionnelle.

⁶⁹ A. Khorana, H. Servaes et P. Tufano (2007), en particulier, tend à confirmer ce point de vue pour de vastes échantillons de pays et de fonds.

Que recouvrent les frais de transaction des OPCVM ?

On distingue deux types de frais de transaction liés à l'acquisition et la revente de titres par les fonds de gestion collective :

- Les frais de constitution du portefeuille liés aux nouveaux investissements (nouvelles souscriptions) dans le fonds –et aux désinvestissements (rachats) ;
- Les frais liés à la gestion active du portefeuille par le gérant tout au long de la durée de vie du fonds.

Le paiement spécifique et séparé des premiers permet de respecter le principe d'égalité du porteur de parts en évitant de faire supporter aux porteurs existants une partie du coût des transactions liées aux nouvelles entrées ou sorties dans le fonds. Il convient cependant de noter que les frais d'entrée ou de sortie dans les fonds, s'ils sont en premier lieu prélevés à cette fin –ils sont alors dits "acquis à l'OPCVM"– peuvent aussi, en outre, donner lieu au prélèvement de frais négociables (non-acquis à l'OPCVM) destinés exclusivement à rémunérer l'acte de commercialisation.

En ce qui concerne les seconds, liés à la gestion "normale" des OPCVM, ils rémunèrent schématiquement quatre types de services :

- i) Les services de traitement post-marché fournis par le dépositaire ;
- ii) Les services d'initiation des ordres du gérant de portefeuille, dans la mesure où ils sont rémunérés comme tels ;
- iii) Les services d'exécution d'ordres par les intermédiaires et/ou marchés financiers donnant lieu à rémunération "explicite" sous forme de commissions (ce poste est conçu comme incluant les taxes sur opérations de bourse) ;
- iv) Les services transactionnels fournis par les intermédiaires et rémunérés de façon "indirecte" par l'écart dû aux coûts de transaction entre la valeur des titres achetés et celle des titres vendus.

A propos de cette distinction, on observe que :

(i) La pratique des rétrocessions de courtage iii) de l'intermédiaire à l'OPCVM est interdite par l'AMF (Art. 314-79 du Règlement Général de l'AMF) mais ne l'est pas au Luxembourg⁷⁰. En revanche, les sociétés de gestion peuvent en France, si elles le souhaitent, et sous réserve d'affichage détaillé dans le prospectus de l'OPCVM, prélever des "commissions de mouvement" en plus des commissions de courtage. Dans le cas où de telles commissions de mouvement sont prélevées, elles le sont par le courtier exécutant les transactions qui les partage ensuite selon une clé de répartition fixe entre lui-même -au titre du iii)- et un ou plusieurs autres bénéficiaires. Ce ou ces autres bénéficiaires de "rétrocessions" peuvent être : le dépositaire -au titre du i)- et/ou la société de gestion de l'OPCVM -au titre du ii)- et/ou, le cas échéant, une entité affiliée à la société de gestion, comme le distributeur du fonds. En France, le TER officiel -le Total des Frais sur Encours ou TFE- comprend, outre les frais d'intermédiation directs (courtage, impôts de bourse, etc.), les commissions de mouvement éventuellement facturées.

(ii) L'analyse des frais d'intermédiation "indirects" -au titre du iv)- revêt une certaine complexité pour deux raisons principales :

- D'une part les sources de coûts "implicites" d'exécution des ordres (au-delà des coûts "explicites" mentionnés) peuvent être multiples : la fourchette de transaction entre le prix à l'achat et à la vente d'un titre (*bid-ask spread*) ; le coût d'impact de marché des ordres de taille importante sur les prix des transactions lorsque, par exemple, les ordres sont fragmentés pour être exécutés. Difficiles à mesurer, ces derniers font l'objet de développements académiques. La littérature de microstructure des marchés propose ainsi différents indicateurs de coût de la liquidité. Du fait des difficultés pratiques de mesure, cependant, aucune obligation déclarative n'est faite en la matière et ce type de frais n'est *in fine* visible que par ses effets sur l'actif net –et la performance– des OPCVM.
- D'autre part, la rémunération des services transactionnels des intermédiaires est souvent liée à la fourniture de services connexes -analyse financière, recherche économique, écrans de *trading*, etc.– et inclut à ce titre des commissions en nature (*soft commissions*). Des travaux relatifs aux OPCVM actions britanniques de Brealey et Neuberger (2001), une publication faite au Royaume-Uni consécutivement à celle du "Rapport Myners", décrivent la structure des frais –et y soulignent l'importance des frais de transaction– des investisseurs institutionnels. En France, les frais associés au paiement de *soft commissions* font l'objet d'obligations déclaratives et sont donc identifiables par les porteurs de parts d'OPCVM sur les sites internet des sociétés de gestion concernées⁷¹.

⁷⁰ Pour plus d'information sur la France, voir "Questions / réponses sur différents éléments d'application des textes transposant la MIF" du 23 janvier 2008 (http://www.amf-france.org/documents/general/8013_1.pdf).

⁷¹ La modification du règlement général de l'AMF du 18 mai 2007 instaure un mécanisme de commission de courtage à facturation partagée. Ainsi, au sein des frais d'intermédiation imputés aux portefeuilles gérés par une société de gestion de

2.3 Statistiques descriptives et propriétés statistiques des échantillons

Sur cette base, il est ainsi possible d'analyser de façon comparative des échantillons de fonds qualitativement homogènes en termes de caractérisation des produits concernés. L'analyse se concentre sur un échantillon de fonds Actions", "Obligations", "Diversifiés" et "Monétaires" domiciliés au Luxembourg et en France, d'où sont exclus fonds de fonds, fonds maîtres, fonds à formule ou garantis et enfin fonds indiciels. L'exclusion des *trackers* se justifie aisément, dans la mesure où la gestion passive implique des règles quasi-automatiques de réplique d'indice dont la logique de tarification est spécifique. Le fournisseur de données recensant des catégories spécifiques de fonds gérés passivement ("*Index Tracking Equities*" and "*Index Tracking Bonds*"), la constitution d'échantillons de fonds gérés activement se réalise sans difficulté.

La base initiale recense des parts de fonds, non pas des fonds. Elle distingue à cet égard celles de détenteurs institutionnels ou particuliers (*retail*). L'actif net qui est mis en regard de chacune de ces parts concerne cependant l'encours sous gestion total –agrégé à travers les différentes catégories de parts– et calculé en moyenne sur la période comptable de référence. Sur cette base, pour un fonds donné, le *TER* de la part "*retail*"⁷² ("*TER retail*") est mis en regard d'un indicateur de taille (d'actif net) qui somme les encours de toutes les parts du fonds.

Le tableau 5 décrit les principales caractéristiques des échantillons analysés, des échantillons qui ressortent comme plus représentatifs au Luxembourg qu'en France.

portefeuille (OPCVM et mandats) une distinction doit être faite entre rémunération des services d'exécution des ordres et rémunération des services d'aide à la décision d'investissement (y compris l'analyse financière). En particulier, l'Art. 322-43-1 du Livre III de ce règlement stipule que : "Les frais d'intermédiation (...) rémunèrent des services qui présentent un intérêt direct pour les mandants ou l'OPCVM. Ces services font l'objet d'une convention écrite (...). Ces frais font l'objet d'une évaluation périodique par la société de gestion de portefeuille. Lorsqu'elle a recours à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres et que les frais d'intermédiation ont représenté pour l'exercice précédent un montant supérieur à 500 000 euros, la société de gestion de portefeuille élabore un document intitulé "Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation", mis à jour autant que de besoin. Ce document précise les conditions dans lesquelles la société de gestion de portefeuille a eu recours, pour l'exercice précédent, à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, ainsi que la clé de répartition constatée entre : 1° Les frais d'intermédiation relatifs au service de réception et de transmission, et au service d'exécution d'ordres ; 2° Les frais d'intermédiation relatifs aux services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres."

⁷² La présence dans la base de fonds ne disposant pas de part "*retail*" est exceptionnelle. De tels fonds sont exclus du champ de l'analyse qui suit.

Tableau 5 : Statistiques descriptives des échantillons (2007)

	Actions	Obligations	Diversifiés	Monétaires	Total
Fonds domiciliés en France					
Nombre de fonds	677	373	115	397	1 562
Total des encours (mds EUR)	100,6	48,3	17,0	236,7	402,7
Encours moyen (TNA, mn EUR)	148,65	129,46	148,13	596,31	257,80
Encours médian (TNA, mn EUR)	46,87	47,03	37,06	113,62	56,58
Ecart-type des encours	317,9	282,6	386,1	1 435,9	797,4
Moyenne du logarithme des encours (ln TNA)	17,67	17,58	17,21	18,52	17,83
Médiane ln TNA	17,66	17,67	17,43	18,55	17,85
Ecart-type ln TNA	1,57	1,55	1,91	1,96	1,75
TER moyen (%)	1,62	0,80	1,22	0,51	1,11
TER médian (%)	1,54	0,80	1,20	0,42	1,03
Ecart-type du TER (%)	0,55	0,41	0,56	0,36	0,67
Fonds domiciliés au Luxembourg					
Nombre de fonds	2 506	1 361	605	487	4 959
Total des encours (mds EUR)	571,4	366,8	93,8	230,6	1 262,5
Encours moyen (TNA, mn EUR)	228,00	269,52	155,03	473,44	254,59
Encours médian (TNA, mn EUR)	48,51	74,20	30,47	112,18	55,33
Ecart-type des encours	714,3	709,7	406,5	1 443,9	791,7
Moyenne ln TNA	17,74	18,09	17,23	18,51	17,85
Médiane ln TNA	17,70	18,12	17,23	18,54	17,83
Ecart-type ln TNA	1,80	1,71	1,91	1,79	1,82
TER moyen (%)	2,05	1,21	1,67	0,78	1,65
TER médian (%)	1,95	1,14	1,55	0,73	1,64
Ecart-type du TER (%)	0,70	0,71	1,08	0,36	0,87

La distribution des critères de taille des fonds et de *TER retail* représentée dans les graphiques ci-après (plus de détail est fourni en annexe A) fait ressortir que :

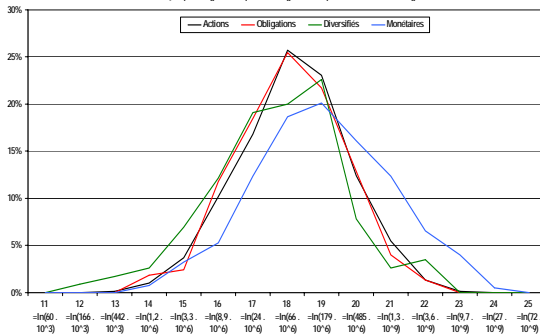
- la distribution de la taille des fonds est très asymétrique, ce qui requiert, pour une représentation graphique, de recourir à une transformation logarithmique (la valeur des encours en euros reste indiquée entre parenthèses) ;
- la distribution des TER, comme celle du logarithme de la taille, est en général centrée autour d'une valeur moyenne. Ceci est moins apparent pour les TER des fonds français, qui affichent souvent deux pics de fréquence. Ceci peut s'expliquer par la présence d'un effet de "pas de cotation", la tarification tendant à surreprésenter les taux "arrondis" de 1,5% et de 2,0%, mais aussi par le fait que les fonds français sont moins nombreux ;
- les fonds "Actions" et "Obligations" ont, surtout en France, des tailles assez similaires. Les fonds monétaires se distinguent par une taille systématiquement plus importante que celle des autres catégories de fonds considérées, mais aussi moins concentrée

autour d'une taille "standard". Les fonds diversifiés sont en général de taille plus réduite ;

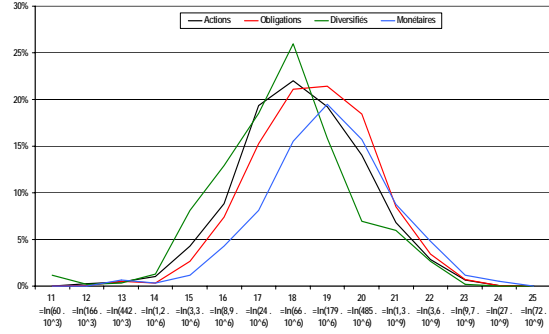
- la taille des fonds "Actions" et "Obligations" luxembourgeois est généralement supérieure à celle de leurs homologues français. La distribution de la taille des fonds monétaires français et luxembourgeois est plus centrée autour de 180 millions d'euros, mais fait ressortir une plus grande dispersion –un aplatissement et des queues de distribution plus épaisses. Le caractère "accidenté" de la dispersion du critère de taille des fonds français limite la portée des comparaisons ;
- quelle que soit la catégorie de fonds considérée, les fonds luxembourgeois font systématiquement ressortir des fréquences plus élevées des TER les plus élevés –et respectivement des fréquences moindres des niveaux des TER moindres. Ceci peut être dû, au moins en partie, aux coûts additionnels de distribution internationale des fonds luxembourgeois⁷³.

⁷³ Rappelons qu'il s'agit ici d'évaluer au niveau domestique, en coupe instantanée, les retransmissions d'économies d'échelle. Les différences internationales de niveaux de frais, probablement pas neutres pour l'objet d'étude, ne constituent donc pas l'objet principal d'étude.

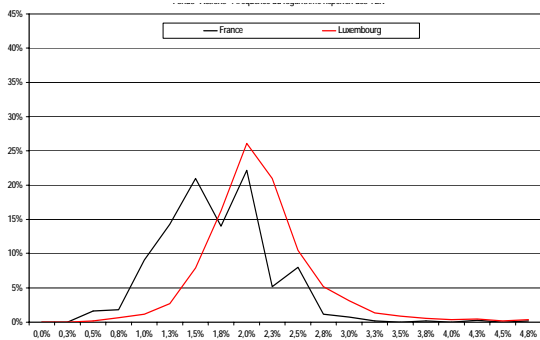
**Graphique 5 : Critère de taille
- Fonds français**



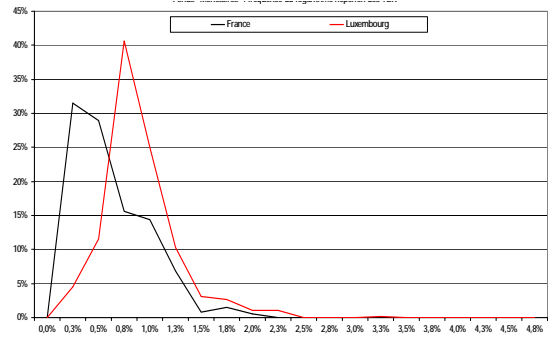
**Graphique 6 : Dispersion du critère de taille
- Fonds luxembourgeois**



**Graphique 7 : Dispersion des TER
- Fonds "Actions"**



**Graphique 8 : Dispersion des TER
- Fonds "Monétaires"**



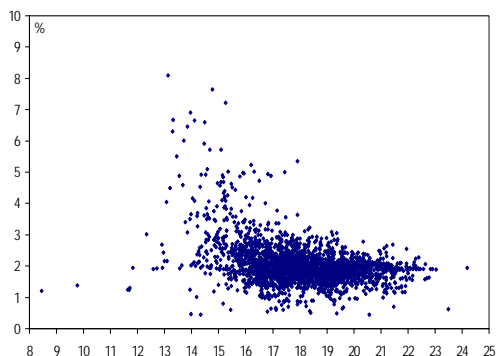
2.4 Examen de la relation taille-frais

2.4.1 Analyse statistique préliminaire

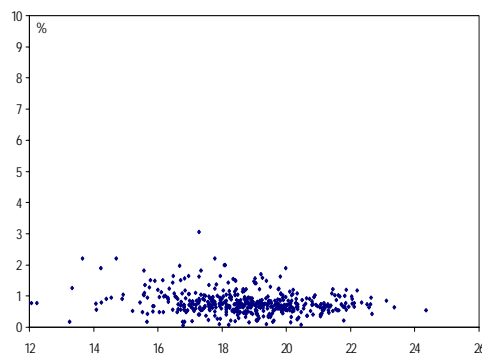
La forme générale de la relation entre TER retail et taille des fonds s'observe graphiquement par des nuages de points selon des axes TER retail (%) x Actif net total moyen (en euros) au cours de la période de référence comptable (voir graphiques 36 à 51 en annexe A). Pour chacune des catégories de fonds, et conformément à ce que Lipper (2005) observe pour les fonds actions luxembourgeois (voir graphique 4), une forte dispersion ressort, notamment pour les fonds de petite taille. De façon générale, cette dispersion des données ne permet pas d'identifier optiquement l'existence d'une relation forte entre frais de gestion et taille des fonds.

Nuage de points selon les axes TER retail (%) - Logarithme de l'encours total (millions d'euros)

Graphique 9 : Fonds "Actions"



Graphique 10 : Fonds "Obligations"



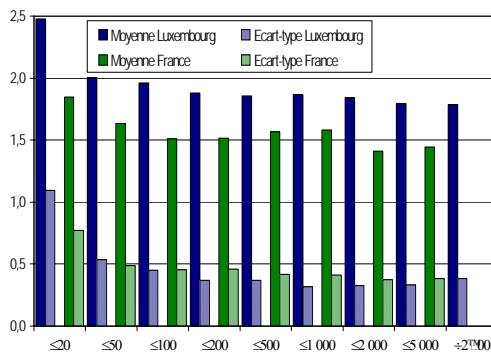
Ces nuages de points peuvent être utilement complétés par quelques statistiques élémentaires sur les frais prélevés par classe de taille de fonds. Les graphiques ci-après (et plus généralement les graphiques 32 à 39 en annexe A) montrent ainsi :

- pour chacune des catégories de taille et pour chaque type de fonds considéré, une supériorité de la moyenne des TER des fonds domiciliés au Luxembourg ;
- de manière générale, une très forte hétérogénéité des frais prélevés par les fonds de petite taille, qui se matérialise par des écart-type des TER très élevés. C'est d'ailleurs au sein des fonds de petite taille que sont observés les TER les plus faibles, comme les plus élevés, de l'ensemble de la population de fonds ;
- une baisse des frais en fonction des encours surtout sensible pour les fonds de petite taille, c'est à dire en dessous de seuils d'encours à déterminer (graphiques 11 et 14) et variant selon les catégories. Cette perception est plus marquée pour les fonds "Actions" et "Diversifiés". La significativité statistique de cette observation doit cependant être relativisée par la variabilité particulièrement forte des TER des fonds de petite taille mentionnée plus haut ;
- des profils (relations taille-frais) assez similaires pour les fonds domiciliés au Luxembourg et en France, sauf pour les fonds monétaires, dont la décroissance des frais avec la taille se poursuit pour les fonds français pour les tailles élevées, ce qui n'est pas le cas pour les fonds luxembourgeois ;

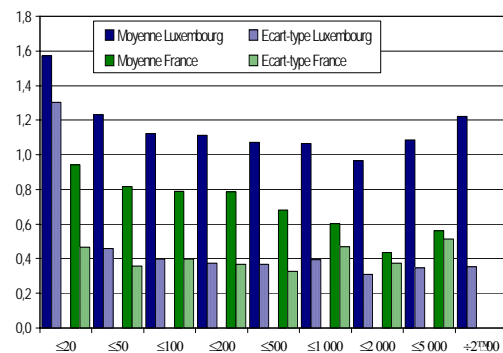
- pour les fonds diversifiés, au-delà d'un seuil avoisinant 100 millions d'euros, un trend irrégulier mais croissant des frais (selon leur taille) ; cette observation appelle à être qualifiée, par exemple pour tenir compte de l'hétérogénéité des fonds (la taille des fonds de cette catégorie n'est probablement pas indépendante de types de gestion plus spécifiques).

Fonds français et luxembourgeois-TER retail (%) et écart-type par classe de taille (millions d'euros)

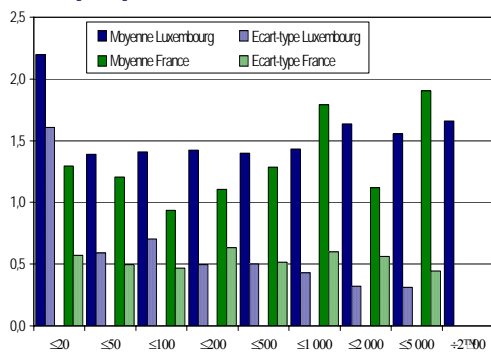
Graphique 11 : Fonds "Actions"



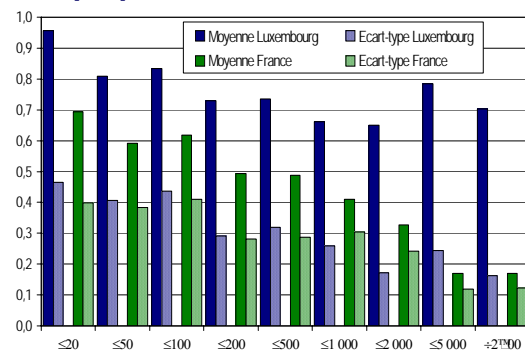
Graphique 12 : Fonds "Obligations"



Graphique 13 : Fonds "Diversifiés"



Graphique 14 : Fonds "Monétaires"



2.4.2 Estimations économétriques

2.4.2.1 Premières estimations

L'analyse de la relation taille-frais par recours aux statistiques descriptives élémentaires, faiblement conclusive à ce stade, appelle à être complétée par une estimation économétrique. Les propriétés statistiques des variables, et en particulier la très forte asymétrie des distributions de la taille des fonds, conduit à retenir une spécification logarithmique classique de type⁷⁴ :

$$\text{RTER} = \alpha + \beta \cdot \ln(\text{TNA})$$

où RTER désigne le TER *retail* et TNA l'actif net total des fonds concernés.

Les critères de catégorie des fonds et de leur pays de domiciliation étant discriminants, on distingue des échantillons selon les différentes occurrences que prennent ces critères. On procède donc à l'estimation de dix spécifications soit, pour chacun des deux pays considérés, une pour l'ensemble des fonds et une pour chaque catégorie de fonds ("Actions", "Obligations", "Diversifiés" et "Monétaires"). En termes économétriques, ceci revient à "contrôler" pour les critères en question (c'est-à-dire éviter les biais liés à leur impact sur la relation taille-frais) en faisant porter les estimations sur des échantillons "purs".

Les estimations appellent un certain nombre de commentaires (tableau 6) :

- les résultats des régressions obtenus pour les différentes catégories de fonds attestent d'une faible qualité explicative des spécifications, les R² atteignant au plus 17%. On observe, en outre, que ces R² ne s'améliorent pas systématiquement pour les catégories de fonds les plus homogènes, comme les fonds monétaires. Ces résultats incitent à conclure que la taille des fonds apparaît comme un déterminant mineur de leur tarification ;
- le coefficient de la variable $\ln(\text{TNA})$ a, comme attendu, et sauf exception, un signe négatif et une significativité statistique généralement élevée, ce qui suggère un effet négatif de la taille des fonds sur les frais acquittés par les porteurs de parts. Ce résultat est cependant à relativiser dans deux cas. D'une part, pour les fonds "Diversifiés"

⁷⁴ La littérature fait largement usage de spécifications translog. Jean Dermine et Lars-Hendrik Röller (1992) testent deux formes fonctionnelles translog pour la première, quadratique pour la seconde, toutes deux robustes. David Latzko (1999), pour sa part, valide une forme translog quadratique pour les Etats-Unis. Une spécification prenant en compte le niveau de TER paraît ici la plus appropriée.

français, dont les échantillons sont plus restreints et qui peuvent en outre être soumis à des problèmes de spécification liés à l'hétérogénéité des fonds. D'autre part, pour les régressions sur l'ensemble des fonds, le coefficient de la variable exogène apparaît largement un artefact statistique lié au fait que les fonds monétaires sont en moyenne plus gros et leurs TER structurellement plus faibles, alors que les fonds "Actions" ou "Diversifiés" sont par nature plus coûteux et de plus petite taille.

Tableau 6 : Estimations du modèle $RTER = \alpha + \beta \cdot \ln(TNA)$ par catégories de fonds domiciliés en France et au Luxembourg

- Ensemble des fonds : FR, LU ;
- Fonds "Actions" : FR_EQ, LU_EQ ;
- Fonds "Obligataires" : FR_FI, LU_FI ;
- Fonds "Diversifiés" : FR_BAL, LU_BAL ;
- Fonds "Monétaires" : FR_MMKT, LU_MMKT.

	LTA	Intercept	Mean std err. of res.	Error d.f.	R ²	R ² C
FR	-0,104% (-11,1)	3,0% (17,6)	0,00650	1 560	7,3%	7,2%
FR_EQ	-0,079% (-6,0)	3,0% (12,9)	0,00536	675	5,1%	4,9%
FR_FI	-0,068% (-5,1)	2,0% (8,4)	0,00401	371	6,5%	6,2%
FR_BAL	0,013% (0,5)	1,0% (2,1)	0,00565	113	0,2%	-0,7%
FR_MMKT	-0,071% (-8,4)	1,8% (11,6)	0,00331	395	15,3%	15,0%
LU	-0,171% (-27,1)	4,7% (41,6)	0,00807	4 957	12,9%	12,9%
LU_EQ	-0,144% (-19,9)	4,6% (35,8)	0,00649	2 504	13,7%	13,7%
LU_FI	-0,127% (-11,9)	3,5% (18,1)	0,00673	1 359	9,4%	9,4%
LU_BAL	-0,235% (-11,2)	5,7% (15,7)	0,00986	603	17,1%	17,0%
LU_MMKT	-0,047% (-5,3)	1,6% (9,9)	0,00350	485	5,4%	5,2%

2.4.2.2 Analyse de la stabilité du modèle

La faible qualité des ajustements et la distribution du nuage de points (tailles de fonds, TER) conduisent à analyser la stabilité du modèle estimé. Deux types de tests sont considérés à cet égard :

- des tests de Chow récursifs, visant à identifier la présence de ruptures de modèle et, le cas échéant, l'existence de seuils critiques de taille au delà/en deçà desquels des impacts différenciés des économies d'échelle sur les frais sont susceptibles d'être observés ;
- des estimations récursives portant sur des sous-échantillons, construits soit par élimination progressive des plus petits fonds, soit en prenant des intervalles glissants de cent fonds.

Ces tests de rupture de modèle et l'analyse de la stabilité⁷⁵ mettent en évidence la sensibilité des modèles aux intervalles de taille de fonds considérés (Annexe B). Par exemple, pour les fonds "Actions" français (graphique 15), les tests de rupture conduisent à préférer l'estimation de deux modèles distincts pour les petits et les grands fonds à une spécification unique, dès lors que l'on fixe un seuil qui isole un tiers ou plus des fonds de moindre encours de l'échantillon (au-delà d'environ 20 millions d'euros)⁷⁶. De façon générale, hormis pour les fonds "Obligations" et "Monétaires" français pour lesquels ces tests de Chow⁷⁷ conduisent invariablement à préférer des estimations sur l'ensemble de l'échantillon à des spécifications sur des sous-échantillons, on observe une préférence pour la rupture de modèle.

Les estimations récursives sur des intervalles rétrécissant par élimination progressive des plus petits fonds confirment généralement le constat d'instabilité, au point que la relation entre taille et frais des fonds –de faible qualité explicative à en juger par le R^2 – peut changer de signe pour devenir positive (voir graphique 15). Ceci est par exemple vrai pour les fonds "Actions" français au-delà des seuils pour lesquels les tests de Chow indiquent une préférence pour la rupture de

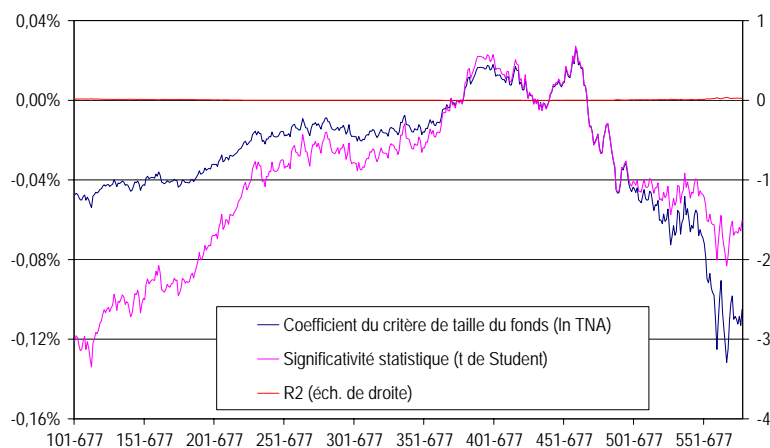
⁷⁵ Il n'a pas été jugé nécessaire de compléter cette analyse par des tests de stabilité des coefficients (*cusum* ou Brown-Durbin-Evans).

⁷⁶ Ce seuil est largement insensible au niveau retenu pour la significativité statistique du test.

⁷⁷ Voir graphiques 64 et 75 en Annexe C-2.

modèle. Ce résultat suggère que la retransmission des économies d'échelle est instable et que pour des échantillons de fonds de grande taille, les frais peuvent même ressortir comme croissants en fonction de la taille des fonds.

Graphique 15 : Fonds "Actions" français - Estimations récursives sur des échantillons ordonnés par taille croissante (intervalles rétrécissants des fonds de plus grande taille)



Ces constats d'instabilité et de "continuité limitée" de la relation sont corroborés par les régressions récursives sur intervalles de cent fonds, qui font également ressortir une faible qualité des ajustements (voir Annexe B). Là aussi, les changements de signe du coefficient de la variable de taille sont fréquents.

2.4.2.3 Estimations complémentaires

Remettant en partie en cause l'hypothèse de répercussion systématique des économies d'échelle sur les frais des porteurs de parts, la faible qualité des ajustements statistiques invite à conduire des analyses complémentaires. A cet égard, une décomposition plus fine des échantillons de fonds, afin de prendre plus largement en compte les modes spécifiques de gestion de chaque type de fonds et leurs conséquences éventuelles sur les coûts de "production" et donc les frais facturés aux investisseurs est apparue opportune. Une deuxième piste a consisté à prendre en compte différents types de promoteurs de fonds, partant de l'hypothèse que les stratégies commerciales peuvent exercer un impact sur les modalités de tarification.

Les spécifications testées sur des sous-catégories de fonds plus fines et mieux à même de caractériser les types spécifiques de gestion ne permettent ni d'augmenter la qualité des estimations, ni de dégager des sensibilités significativement plus élevées des frais à la taille des fonds. Tout au plus font-elles ressortir des relations marginalement plus marquées pour certaines sous-catégories de fonds (catégories "Equities France" et "Bonds France" domiciliés en France et "Cash/Short-term Europe" de la nomenclature Lipper). En général, cependant, l'absence de "directionnel" prédomine, voire parfois l'identification d'une relation positive (fonds monétaires luxembourgeois).

Une investigation alternative distingue les familles de fonds selon les promoteurs et teste l'hypothèse de l'existence de profils-types de tarification applicables à différents segments de marché. Ainsi, des sous-échantillons (pas nécessairement disjoints) de fonds "Actions" domiciliés en France ont-ils été constitués en fonction de différents "profils" de promoteur – "filiales de grandes banques de réseau", "sociétés de gestion spécialisées dans la gestion privée/de fortune", "sociétés de gestion filiales de groupes non domestiques"⁷⁸. Les régressions conduites sur ces sous-échantillons ne conduisent pas à une amélioration significative de la qualité des ajustements (voir annexe C-3). Au contraire, pour chacune des trois spécifications, l'hypothèse de significativité du coefficient de la variable exogène $\ln(\text{TNA})$ est rejetée (au seuil de 5%) et les R^2 n'excèdent pas 3%.

En l'absence d'une spécification permettant de caractériser positivement la tarification des sociétés de gestion, il reste établi que la retransmission des économies d'échelle est au mieux faible et statistiquement non dominante. Les écarts de prix inexpliqués pour des fonds potentiellement substituables (de même catégorie) et de même taille s'interprète comme une capacité de certains fonds à échapper à des mécanismes qui contraindraient à aligner leur TER sur celui de la concurrence. Il est également frappant et contre-intuitif, dans la perspective adoptée par la présente étude, que les TER les plus faibles soient souvent observés pour des fonds de taille réduite.

⁷⁸ L'analyse d'un profil-type "sociétés entrepreneuriales innovantes" correspondant aux sociétés de gestion spécialisées dans les valeurs de croissance qui se sont particulièrement fortement développées ces dernières années en France n'a pu être observé du fait de la difficulté d'objectiver la caractérisation de ces sociétés de gestion et, plus encore, de l'absence de données pour la plupart des acteurs identifiés. Une telle caractérisation pourrait considérer la spécialisation et l'indépendance capitalistique (détention du capital de la société de gestion par des personnes physiques) comme le document AMF (2006).

Conclusion

Certaines mesures récemment adoptées par l'Union européenne visent à faciliter la réalisation des fusions transfrontières d'OPCVM, sous l'hypothèse que l'exploitation des économies d'échelle par l'industrie est de nature à bénéficier aux investisseurs finaux sous forme de réduction des frais qui leurs sont imputés. En pratique, la mesure des économies d'échelle -un concept compris ici comme la réduction des coûts unitaires de gestion d'un fonds résultant de la croissance de son actif net sous gestion- est un exercice difficile, notamment par manque de base statistique pertinente. En revanche, il est assez simple d'évaluer l'impact de ces économies d'échelle sur le TER des fonds -un indicateur de frais synthétique harmonisé à l'échelle européenne. Cette mesure des frais et la taille des fonds sont en effet connues pour des échantillons vastes et représentatifs. Il ressort assez généralement de l'analyse que si la relation entre taille et frais des OPCVM est effectivement souvent négative, elle n'est ni stable ni réellement explicative. De fait, la taille des fonds ne rend au mieux que très faiblement compte de la variabilité des TER. Aussi, le bénéfice pour les investisseurs de détail de l'investissement dans des fonds de grande taille est-il, dans le meilleur des cas, limité. L'intérêt d'une mesure des économies d'échelle par une analyse directe des coûts de gestion est donc souligné, qui permettrait d'évaluer les causes de cette faiblesse de la relation -faible réalité des économies d'échelle ou faible retransmission au porteur ? Plus généralement, des spécifications de nature à expliquer les mécanismes de tarification des fonds de gestion collective restent à trouver. De telles investigations, pour ambitieuses qu'elles soient, eu égard notamment à la diversité des acteurs et à la complexité des structures de marché, apparaissent nécessaires. Après avoir favorisé son intégration, le régulateur européen va en effet devoir s'assurer du fonctionnement concurrentiel du marché européen de la gestion collective pour compte de tiers, d'autant plus que ce dernier est appelé à revêtir une importance économique croissante, du fait, notamment, des besoins de capitalisation des retraites.

RESSOURCES ET BIBLIOGRAPHIE

- Association for the Luxembourg Fund Industry (2007); "TER Working Group-Report on the group's findings and guidelines on a common approach on TER calculation and disclosure"; May;
- Association Française de la Gestion Financière (2007); "Statistiques trimestrielles"; <http://www.afg.asso.fr/> ;
- Autorité des Marchés Financiers (2002); "Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective"; Bulletin mensuel de la COB n°372 ; oct. ;
- Autorité des Marchés Financiers (2005); "Instruction 2005-02 de l'AMF relative au prospectus complet des OPCVM" ;
- Autorité des Marchés Financiers (2005bis); "OPCVM - Frais de gestion variables avec créances d'égalisation et frais de souscription différés" ; Revue mensuelle de l'AMF n°16 ; juillet-août ;
- Autorité des Marchés Financiers (2008); "Rapport sur la gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2007" ;
- Solveig Babinet, Bruce Hamilton, Chris Manners, Chris Meyer, Huw van Steenis (2006); "On and Off-piste: Money Making Trends and Best Ideas in European Asset & Wealth Management"; Morgan Stanley Equity Research;
- Nada Barhmi-Belghith (2006); "The Determinants of French Structured Fund Ownership Costs"; ESA;
- Dennis Bams, Roger Otten (2002); "European Mutual Fund Performance" ;
- Brad Barber, Terrance Odean, Lu Zheng (2003); "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows"; forthcoming in Journal of Business;
- Raphaëlle Bellando, Sébastien Ringuedé, Linh Tran Dieu (2006); "Gouvernance de l'intermédiation de marché et volatilité" ; Rapport à l'Observatoire de l'Épargne Européenne ; déc. ;
- Allen Berger, David Cummins, Mary Weiss (1997); "The coexistence of multiple distribution systems for financial services: The case of property-liability insurance", Journal of Business;
- Daniel Bergstresser, John Chalmers, Peter Tufano (2006); "Assessing costs and benefits of brokers in the mutual fund industry"; Mar.;
- Richard A. Brealey, Anthony Neuberger (2001); "The Treatment of Investment Management Fees and Commission Payments: An examination of the Recommendations contained in the Myners Report"; Sep.; (<http://www.investmentuk.org/>)
- Mark Carhart (1997); "On persistence in mutual funds performance", Journal of Finance;
- Joseph Chen, Harrison Hong, Min Huang, Jeffrey Kubik (2004); "Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization"; American Economic Review;
- Frédérique Cerisier, Sandrine Rol (2002); "L'épargne salariale en marche ? Réglementations et pratiques de l'épargne salariale en Europe" ; Rapport du Centre d'Observation Economique de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris à l'Observatoire de l'Épargne Européenne ;
- Judith Chevalier, Glenn Ellison (1995); "Risk taking by Mutual Funds as a response to incentives"; NBER WP 5234; Aug.
- Judith Chevalier, Glenn Ellison (1996); "Are Some Mutual Funds Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance"; NBER WP 5852; Aug
- Susan Christoffersen, Richard Evans, David Musto (2005); "The Economics of Mutual-Fund Brokerage: Evidence from the Cross Section of Investment Channels", Working Paper;
- CRA (2006); "Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market"; report to the European Commission Directorate General for Internal Market and Services; September;

- Henrik Cronqvist (2005); "Advertising and portfolio choice"; Working Paper, Ohio State University;
- Commission de surveillance du secteur financier du Luxembourg (2003); "Circulaire CSSF 03/122 du 19 décembre 2003 apportant des précisions sur le prospectus simplifié" ;
- Magnus Dahlquist, Stefan Engström, and Paul Söderlind (2000); "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds"; Journal of Financial and Quantitative Analysis 35;
- Jean Dermine, Lars-Hendrik Röller (1992); "Economies of scale and scope in French mutual funds"; Journal of Financial Intermediation; Volume 2, Issue 1, March;
- European Fund and Asset Management Association (2005) ; "Factbook"; <http://www.efama.org>;
- Edwin Elton, Martin Gruber, Jeffrey Busse (2002); "Are Investors Rational? Choices Among Index Funds"; Journal of Finance; Journal of Finance 59;
- Edwin Elton; Martin Gruber, Clifton Green (2005), "The Impact of Mutual Fund Family Membership on Investor Risk", Working Paper;
- Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement (2002); "User Manual for the FEFSI Model Simplified Prospectus"
- Stefan Engström, Anna Westerberg (2004); "Information costs and mutual funds flows"; SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 555;
- European Commission (2006); "White paper on enhancing the single market framework for investment fund"; November;
- Fitzrovia (2002); "Are European Funds Achieving Economies of Scale?"; Fitzrovia Press Release 22, May 2002
- Elisabeth Fonteny, Fabrice Pansard (2007); "Les supports de placement des ménages dans les grands pays développés : tendances et perspectives à moyen terme"; Lettre Economique et Financière de l'AMF ; septembre;
- Steven Gallaher, Ron Kaniel, Laura Starks (2006), "Madison Avenue meets Wall Street: Mutual fund families, competition, and advertising"; Working paper; University of Texas.
- Olivier Garnier, Thierry Pujol (2007) ; "Can today's stars be used to read the stars of the future? Case study of equity funds distributed in France between 2000 and 2005"; AMF Working Papers; No 3;
- José-Miguel Gaspar, Massimo Massa, Pedro Matos (2006); "Favoritism in Mutual Fund families"; Journal of Finance; February;
- Laurent Grillet-Aubert, Ramatoulaye Sow (2009); "Are net fund inflows more procyclical in a crisis?"; AMF Working Papers N°7;
- H.M. Treasury (2001); "Review of Institutional Investment in the United Kingdom"; a.k.a. "The Myners Report"; Mar.;
- Investment Company Institute (2006); "FactBook"; <http://www.ici.org>;
- Invesco (2005); "Benefits of an integrated European Fund Management"; January;
- IOSCO (2006); "Information Report on a Risk-Based Analysis Experiment within the Standing Committee n°5 for Investment Management"; June;
- Prem Jain, Joanna Wu (2000), "Truth in mutual fund advertising: Evidence on future performance and fund flows"; Journal of Finance 55;
- Eric Jondeau and Michael Rockinger (2004); "The Bank Bias: Segmentation of French Fund Families", Banque de France Note d'Etudes et de Recherche n°107; Février 2004
- Marcin Kacperczyk, Amit Seru (2007); "Fund manager managerial skills"; Vol LXII (2); Journal of Finance;
- Karceski (2002); "Returns-chasing Behavior, Mutual Funds, and Beta's Death"; Journal of Financial & Quantitative Analysis; Dec.;
- Ajay Khorana, Henry Servaes (2005); "Explaining the size of the mutual fund industry around the world";

- Ajay Khorana, Henri Servaes, Peter Tufano (2008); "Mutual Fund Fees Around the World"; à paraître; Review of Financial Studies;
- Won-Joong Kim, David Meyers, Clifford Smith (1996); "On the choice of insurance distribution systems"; Journal of Risk and Insurance;
- David Latzko (1999); "Economies of Scale in Mutual Fund Administration", Journal of Financial Research;
- Lipper (2002); "Indagine sulla struttura Commissionale di Prodotti del Risparmio Gestito"; September;
- Lipper (2005); "A Comparison of Mutual Fund Expenses across the Atlantic"; Fund Industry Insight Reports; September;
- Lipper (2006); "Worldwide Holding-based Fund Classification Methodology"; August;
- Lipper Fitzrovia (2005); "Economies of Scale and Consolidation in Collective Funds"; March;
- Lipper Fitzrovia (2006); "Fund Charges Guide"; September ;
- Deepak Malhotra, Robert McLeod (1997); "An empirical analysis of mutual fund expenses"; Journal of Financial Research; Summer;
- Christopher Malloy, Ning Zhu (2004); "Mutual fund choices and investor demographics"; EFA 2004 Maastricht Meetings; Paper No. 3377
- Harry Mamaysky, Matthew Spiegel (2002); "A theory of mutual funds: Optimal fund objectives and industry organization"; Working paper, Yale University;
- Massimo Massa (2000); "Why so many mutual funds? Mutual fund families, market segmentation, and financial performance", Working paper, INSEAD;
- Sendhil Mullainathan, Andrei Shleifer (2005), "Persuasion in finance"; Working Paper, Harvard University
- Vikram Nanda, Jay Wang, Lu Zheng (2003); "The ABCs of Mutual Funds: A Natural Experiment on Fund Flows and Performance", Working Paper; University of Michigan;
- Oxera (2006); "Current trends in the European Asset Management Industry"; Lot 2 of report to the European Commission Directorate General for Internal Market and Services; October;
- Brian Reid, John Rea (2003), "Mutual funds distribution channels and distribution costs"; Investment Company Institute Perspective 9;
- Karen Ruckman (2003); "Expense ratios of North American mutual funds"; Canadian Journal of Economics;
- SEC (2000); "Report on Mutual Fund Fees and Expenses"; Division of Investment Management; December;
- Bruno Séjourné (2006); "Why Is the Behaviour of French Savers so inconsistent with standard Portfolio Theory?"; AMF Working Paper n°1;
- Bruno Séjourné (2007); "How do French Investors Integrate the time Factor into their Portfolio Management?"; AMF Working Paper n°4;
- Erik Sirri, Peter Tufano (1993); "Competition and change in the mutual fund industry", in S. L. Hayes III (ed.), "Financial services: Perspectives and challenges", Harvard Business School Press;
- Erik Sirri, Peter Tufano (1998), "Costly search and Mutual Fund Flows", Journal of Finance; Vol. LIII, n°5; October;
- ZEW/OEE (2006); "Current trends in the European Asset Management Industry"; Lot 1 of report to the European Commission Directorate General for Internal Market and Services; October.

Liste des tableaux et graphiques

Tableau 1 : Taille moyenne des fonds domestiques (mn EUR, fin 2006)	15
Tableau 2 : Industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers : détail de la chaîne de valeur	17
Tableau 3 : Rétrocessions moyennes payées au distributeur (en % des frais de gestion)	27
Tableau 4 : Comparaison par pays des niveaux de frais de gestion (<i>management fees</i>)	33
Tableau 5 : Statistiques descriptives des échantillons (2007)	43
Tableau 6 : Estimations du modèle $RTER = \alpha + \beta \cdot \ln(TNA)$ par catégories de fonds	49
Tableau 7 : Fonds "Actions" français : estimations sur des sous-échantillons spécifiant des "profils" de promoteurs	72
Graphique 1 : Coûts de production des fonds "Actions" rapportés à la taille moyenne d'un fonds européen	16
Graphique 2 : Coûts opérationnels et marge de profitabilité en Europe et aux Etats-Unis (points de base)	18
Graphique 3 : Frais des fonds de gestion collective dans le monde	19
Graphique 4 : Relation taille-frais pour les fonds actions luxembourgeois gérés activement (pb, mn USD)	35
Graphique 5 : Critère de taille - Fonds français	45
Graphique 6 : Dispersion du critère de taille - Fonds luxembourgeois	45
Graphique 7 : Dispersion des TER - Fonds "Actions"	45
Graphique 8 : Dispersion des TER - Fonds "Monétaires"	45
Nuage de points selon les axes TER retail (%) - Logarithme de l'encours total (millions d'euros)	46
Graphique 9 : Fonds "Actions"	
Graphique 10 : Fonds "Obligations"	
Fonds français et luxembourgeois-TER retail (%) et écart-type par classe de taille (mn EUR)	47
Graphique 11 : Fonds "Actions"	
Graphique 12 : Fonds "Obligations"	
Graphique 13 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 14 : Fonds "Monétaires"	
Graphique 15 : Fonds "Actions" français - Estimations récursives sur des échantillons ordonnés par taille croissante	51
Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés en France : Nuages de points	61
Graphique 16 : Fonds "Actions"	
Graphique 17 : Fonds "Obligations"	
Graphique 18 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 19 : Fonds "Monétaires"	
Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés en France : Nuages de points	61
Graphique 20 : Fonds "Actions"	
Graphique 21 : Fonds "Obligations"	
Graphique 22 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 23 : Fonds "Monétaires"	
Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg : Nuages de points (ln TNA)	62
Graphique 24 : Fonds "Actions"	
Graphique 25 : Fonds "Obligations"	
Graphique 26 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 27 : Fonds "Monétaires"	
Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg : Nuages de points (ln TNA)	62
Graphique 28 : Fonds "Actions"	
Graphique 29 : Fonds "Obligations"	
Graphique 30 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 31 : Fonds "Monétaires"	

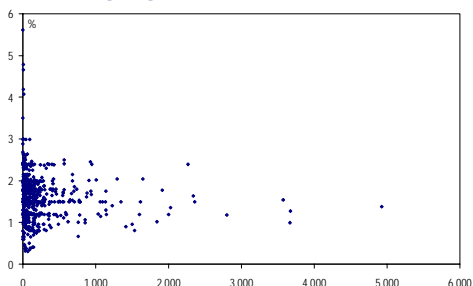
Fonds d'investissement domiciliés en France et au Luxembourg par catégories : TER retail moyen (%) et écart-type par classe de taille (mns d'euros)	63
Graphique 32 : Fonds "Actions"	
Graphique 33 : Fonds "Obligations"	
Graphique 34 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 35 : Fonds "Monétaires"	
Fonds d'investissement domiciliés en France et au Luxembourg par catégories : TER retail moyen (%) et écart-type par classe de logarithme de la taille (mns d'euros)	63
Graphique 36 : Fonds "Actions"	
Graphique 37 : Fonds "Obligations"	
Graphique 38 : Fonds "Diversifiés"	
Graphique 39 : Fonds "Monétaires"	
Fréquences relatives des TER afférents à la part "retail" des principales catégories de fonds	64
Graphique 40 : Différentes catégories de fonds domiciliés en France	
Graphique 41 : Différentes catégories de fonds domiciliés au Luxembourg	
Graphique 42 : Fonds "Actions" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Graphique 43 : Fonds "Obligations" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Graphique 44 : Fonds "Actions" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Graphique 45 : Fonds "Monétaires" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Fréquences relatives du total des encours sous gestion des principales catégories de fonds	65
Graphique 46 : Différentes catégories de fonds domiciliés en France	
Graphique 47 : Différentes catégories de fonds domiciliés au Luxembourg	
Graphique 48 : Fonds "Actions" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Graphique 49 : Fonds "Obligations" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Graphique 50 : Fonds "Diversifiés" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Graphique 51 : Fonds "Monétaires" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg	
Stabilité du modèle (1) : estimations récursives sur des sous-échantillons et tests de Chow récursifs	66
Fonds domiciliés en France	67
Graphique 52 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 53 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 54 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds domiciliés au Luxembourg	67
Graphique 55 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 56 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 57 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Actions" domiciliés en France	68
Graphique 58 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 59 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 60 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Actions" domiciliés au Luxembourg	68
Graphique 61 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 62 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 63 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Obligations" domiciliés en France	69
Graphique 64 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 65 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 66 : Analyse de la stabilité (3)	

Fonds " Obligations" domiciliés au Luxembourg	69
Graphique 67 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 68 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 69 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Diversifiés" domiciliés en France	70
Graphique 70 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 71 : Analyse de la stabilité (2)	
Fonds " Diversifiés" domiciliés au Luxembourg	70
Graphique 72 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 73 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 74 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Monétaires" domiciliés en France	71
Graphique 75 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 76 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 77 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Monétaires" domiciliés au Luxembourg	71
Graphique 78 : Analyse de la stabilité (1)	
Graphique 79 : Analyse de la stabilité (2)	
Graphique 80 : Analyse de la stabilité (3)	
Fonds "Actions" français	72
Graphique 81 : Estimations sur des échantillons de fonds gérés par des sociétés de gestion non-domestiques	
Graphique 82 : Estimations sur des échantillons de fonds gérés par des filiales de grandes banques commerciales	
Graphique 83 : Estimations sur des échantillons de fonds gérés par des sociétés de gestion privée/de fortune	

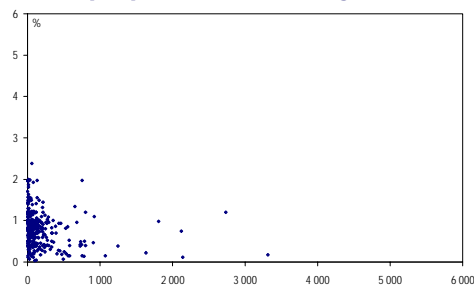
**Annexe A – Statistiques descriptives ; histogrammes de fréquence
et distribution des critères de taille et de TER**

**Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés en France :
Nuages de points selon les axes TER retail (%) - Encours total (millions d'euros)**

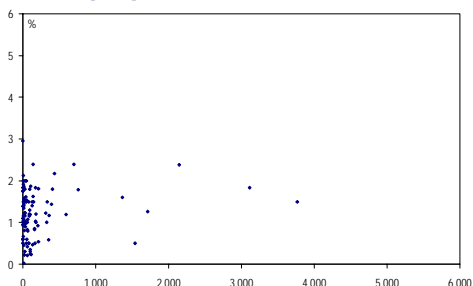
Graphique 16 : Fonds "Actions"



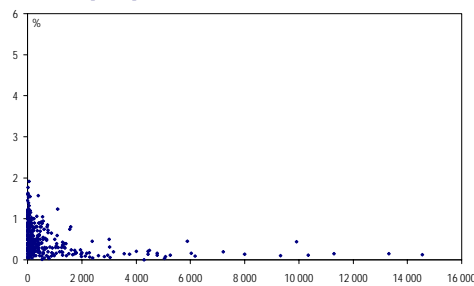
Graphique 17 : Fonds "Obligations"



Graphique 18 : Fonds "Diversifiés"

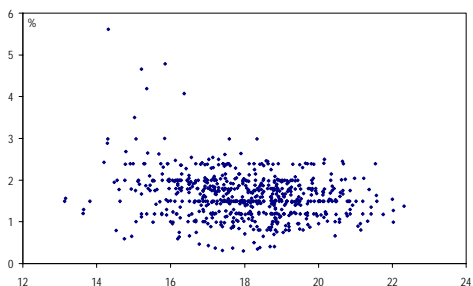


Graphique 19 : Fonds "Monétaires"

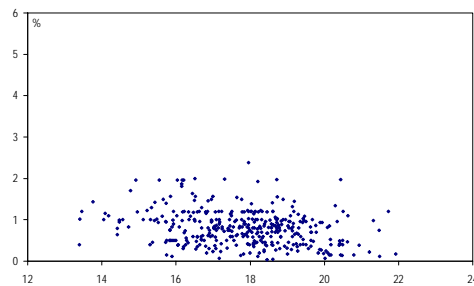


**Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés en France :
Nuage de points selon les axes TER retail (%) - Logarithme de l'encours total
(millions d'euros)**

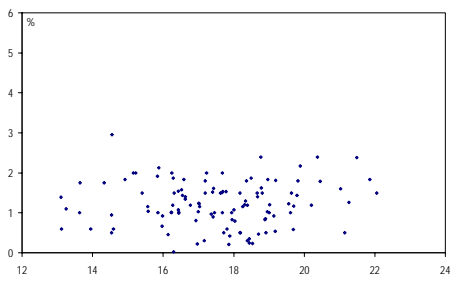
Graphique 20 : Fonds "Actions"



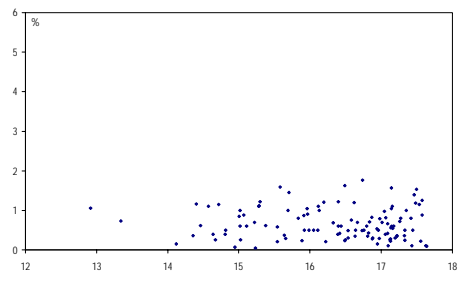
Graphique 21 : Fonds "Obligations"



Graphique 22 : Fonds "Diversifiés"

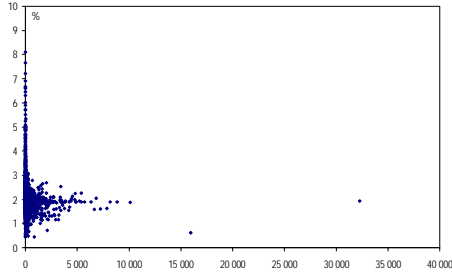


Graphique 23 : Fonds "Monétaires"

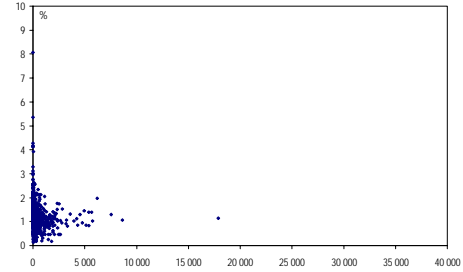


**Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg :
Nuage de points selon les axes TER retail (%) - Encours total (millions d'euros)**

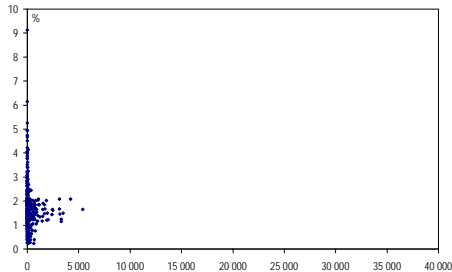
Graphique 24 : Fonds "Actions"



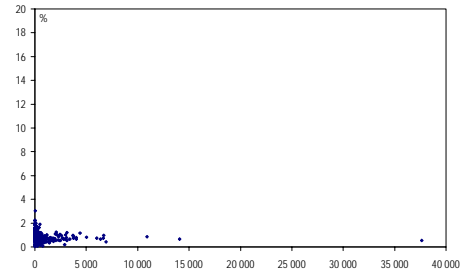
Graphique 25 : Fonds "Obligations"



Graphique 26 : Fonds "Diversifiés"

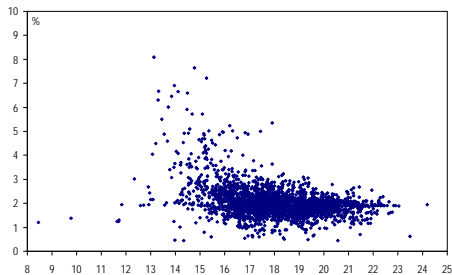


Graphique 27 : Fonds "Monétaires"

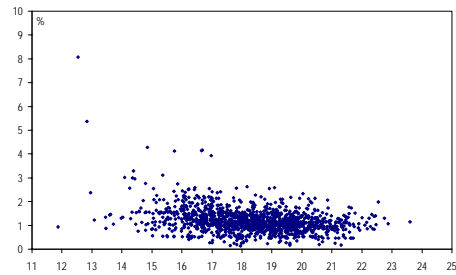


**Principales catégories de fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg :
Nuage de points selon les axes TER retail (%) - Logarithme de l'encours total
(millions d'euros)**

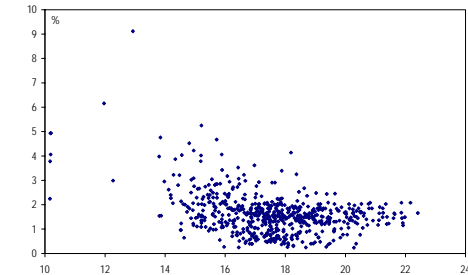
Graphique 28 : Fonds "Actions"



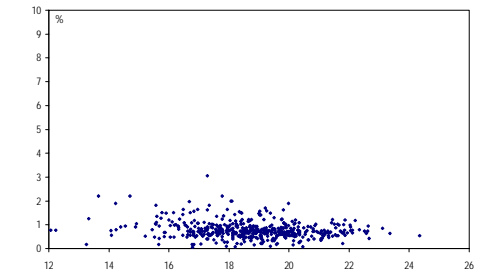
Graphique 29 : Fonds "Obligations"



Graphique 30 : Fonds "Diversifiés"

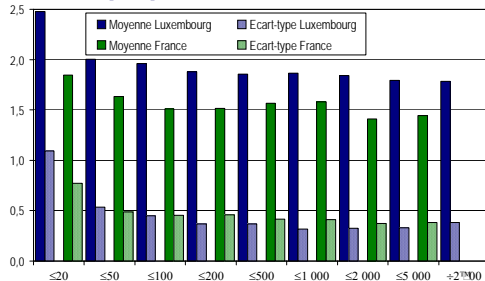


Graphique 31 : Fonds "Monétaires"

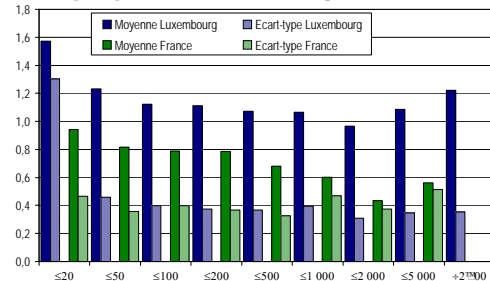


**Fonds d'investissement domiciliés en France et au Luxembourg par catégories :
TER retail moyen (%) et écart-type par classe de taille (millions d'euros)**

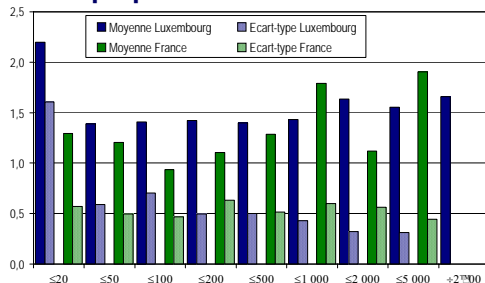
Graphique 32 : Fonds "Actions"



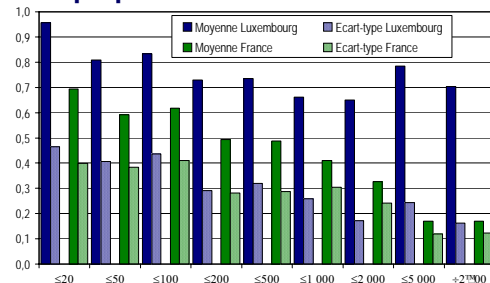
Graphique 33 : Fonds "Obligations"



Graphique 34 : Fonds "Diversifiés"

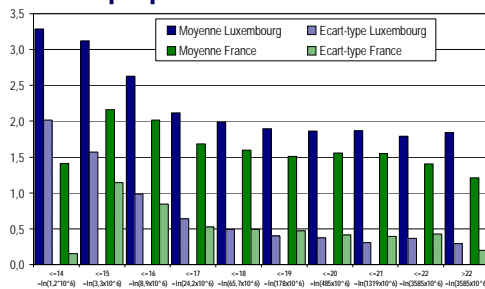


Graphique 35 : Fonds "Monétaires"

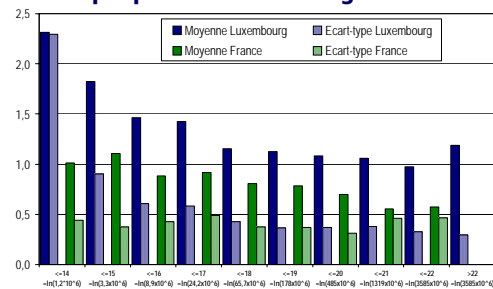


**Fonds d'investissement domiciliés en France et au Luxembourg par catégories :
TER retail moyen (%) et écart-type par classe de logarithme de la taille
(millions d'euros)**

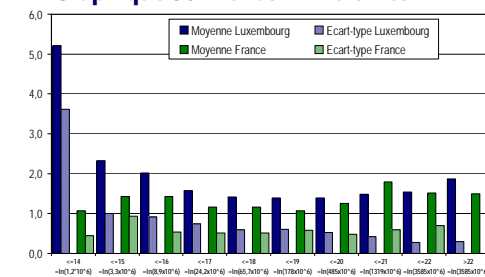
Graphique 36 : Fonds "Actions"



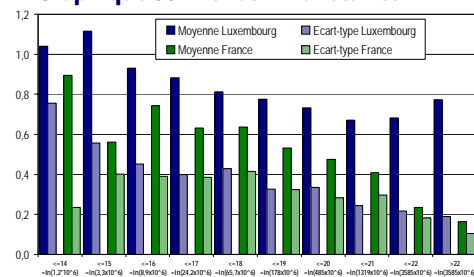
Graphique 37 : Fonds "Obligations"



Graphique 38 : Fonds "Diversifiés"

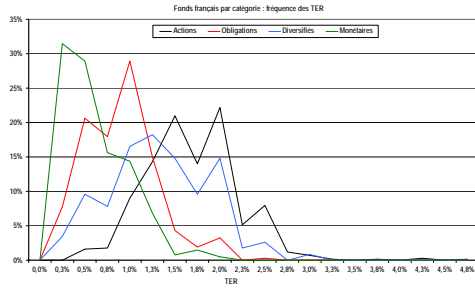


Graphique 39 : Fonds "Monétaires"

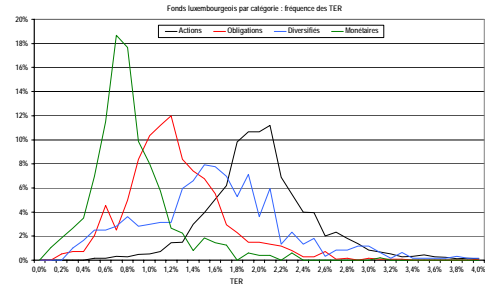


Fréquences relatives des TER afférents à la part "retail" des principales catégories de fonds d'investissement domiciliés en France et au Luxembourg

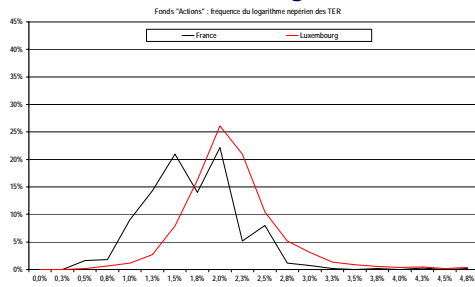
Graphique 40 : Différentes catégories de fonds domiciliés en France



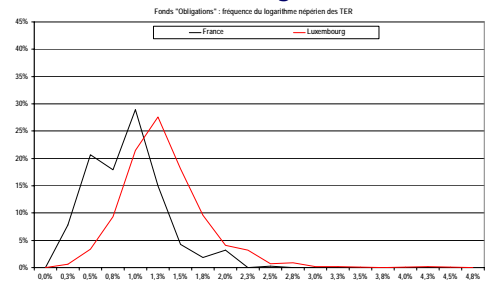
Graphique 41 : Différentes catégories de fonds domiciliés au Luxembourg



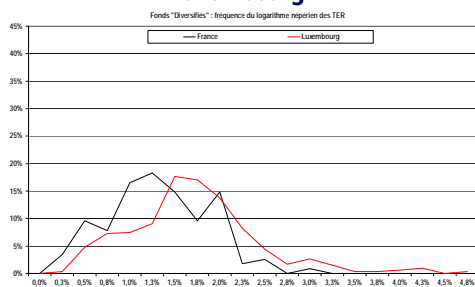
Graphique 42 : Fonds "Actions" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg



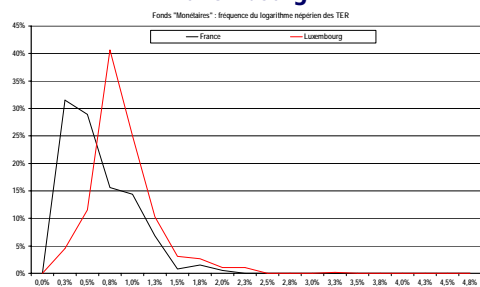
Graphique 43 : Fonds "Obligations" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg



Graphique 44 : Fonds "Actions" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg

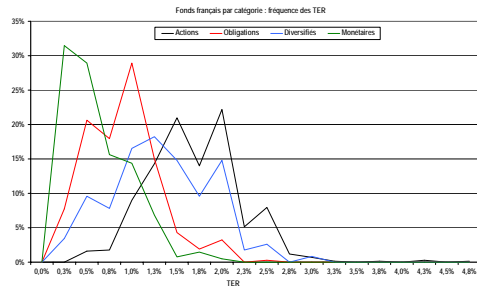


Graphique 45 : Fonds "Monétaires" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg

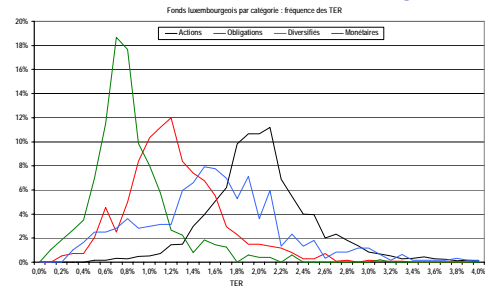


Fréquences relatives du total des encours sous gestion des principales catégories de fonds d'investissement domiciliés en France et au Luxembourg

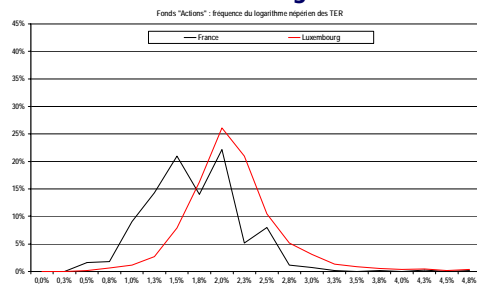
Graphique 46 : Différentes catégories de fonds domiciliés en France



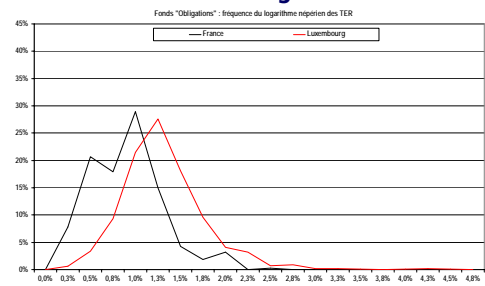
Graphique 47 : Différentes catégories de fonds domiciliés au Luxembourg



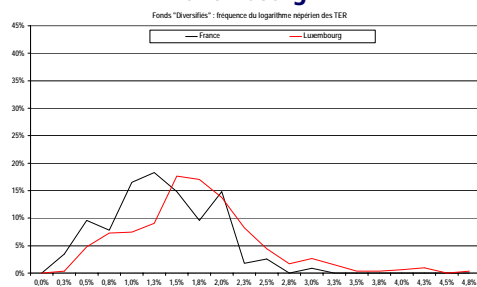
Graphique 48 : Fonds "Actions" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg



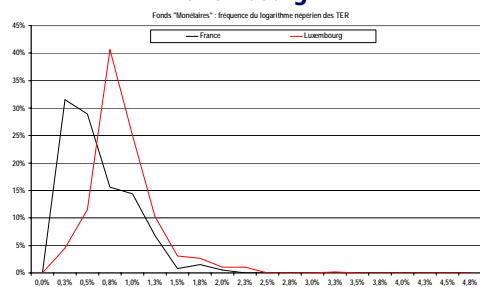
Graphique 49 : Fonds "Obligations" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg



Graphique 50 : Fonds "Diversifiés" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg



Graphique 51 : Fonds "Monétaires" domiciliés en France et domiciliés au Luxembourg



Annexe B – Résultats économétriques

C-1 Stabilité du modèle (1) : estimations récursives sur des sous-échantillons et tests de Chow récursifs

C-2 Fonds "Actions" français : spécifications alternatives

C-1 Stabilité du modèle (1) : estimations récursives sur des sous-échantillons et tests de Chow récursifs

- Analyse de la stabilité (1) : estimations récursives sur intervalles rétrécissants par élimination successive des fonds de moindre encours des échantillons* (LTA1 : coefficient estimé de la variable $\ln(\text{TNA})$; LTAT1 : t-stat de LTA1 et RSQ1 : R^2 du modèle) ;

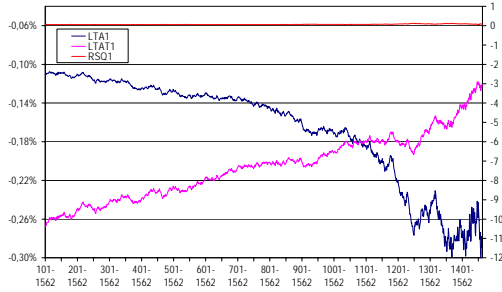
- Analyse de la stabilité (2) : tests de Chow récursifs (F-stat) ;

- Analyse de la stabilité (3) : estimations récursives sur des intervalles* glissants de 100 fonds (LTA2 : coefficient estimé de la variable $\ln(\text{TNA})$; LTAT2 : t-stat de LTA2 et RSQ2 : R^2 du modèle).

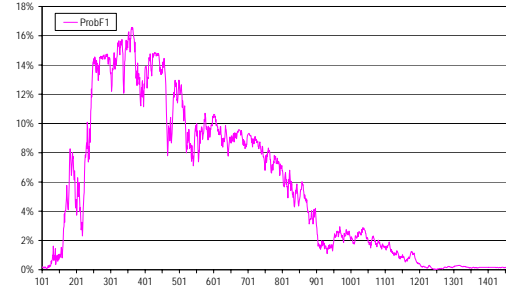
* Pour rappel, les sous-échantillons sont établis sur la base d'échantillons initiaux ordonnés par taille (TNA) croissante.

Fonds domiciliés en France

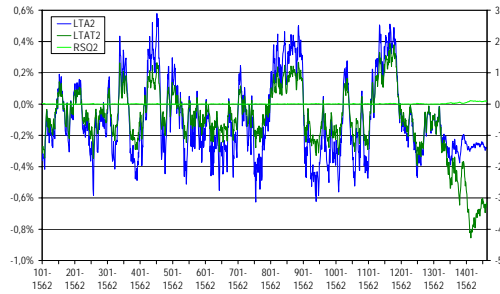
Graphique 52 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 53 : Analyse de la stabilité (2)

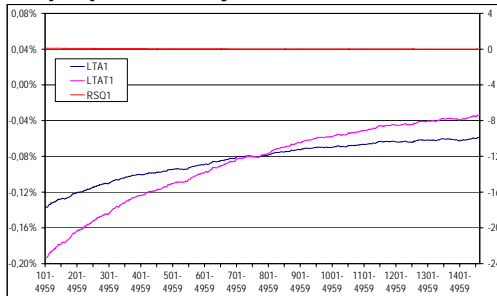


Graphique 54 : Analyse de la stabilité (3)

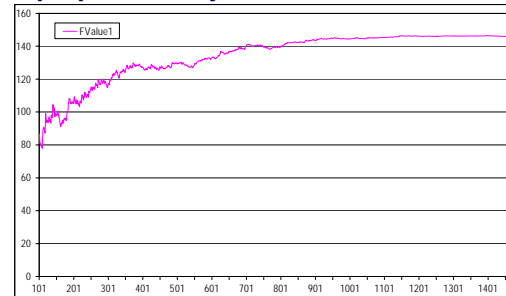


Fonds domiciliés au Luxembourg

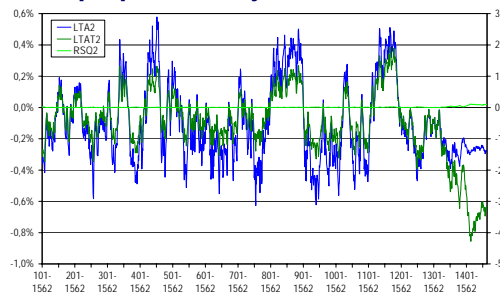
Graphique 55 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 56 : Analyse de la stabilité (2)

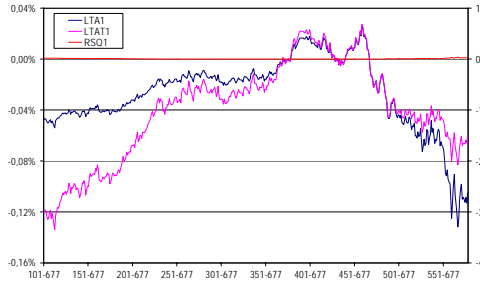


Graphique 57 : Analyse de la stabilité (3)

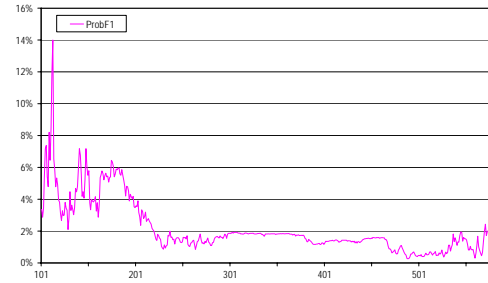


Fonds "Actions" domiciliés en France

Graphique 58 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 59 : Analyse de la stabilité (2)

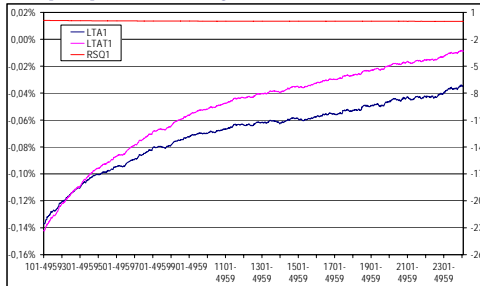


Graphique 60 : Analyse de la stabilité (3)

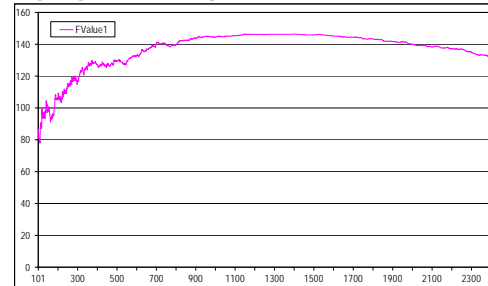


Fonds "Actions" domiciliés au Luxembourg

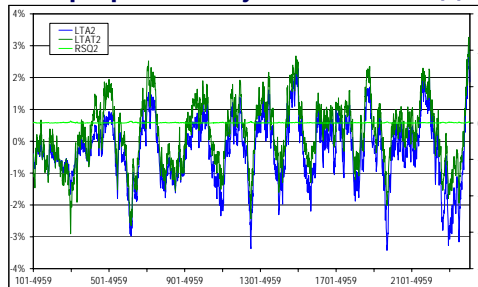
Graphique 61 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 62 : Analyse de la stabilité (2)

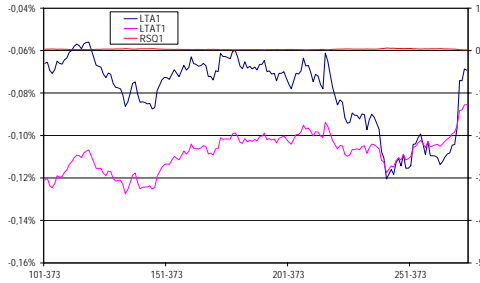


Graphique 63 : Analyse de la stabilité (3)

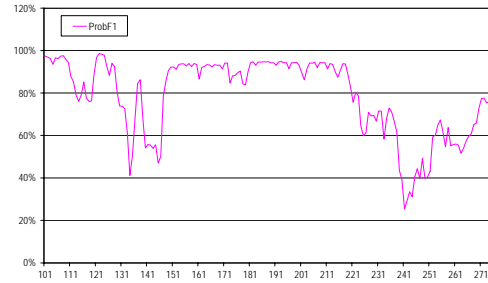


Fonds "Obligations" domiciliés en France

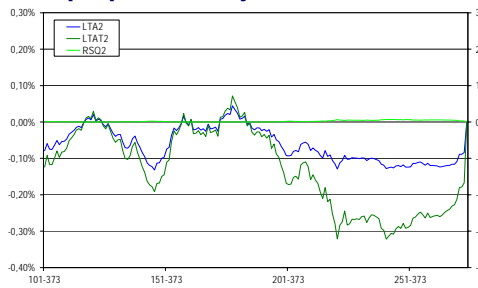
Graphique 64 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 65 : Analyse de la stabilité (2)

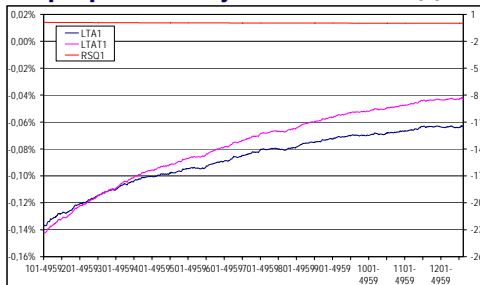


Graphique 66 : Analyse de la stabilité (3)

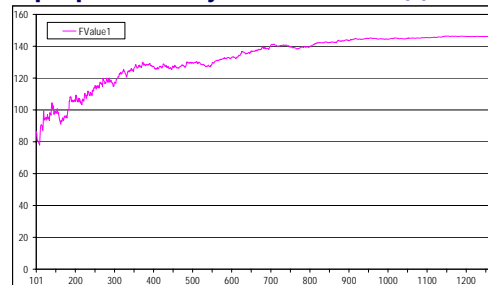


Fonds "Obligations" domiciliés au Luxembourg

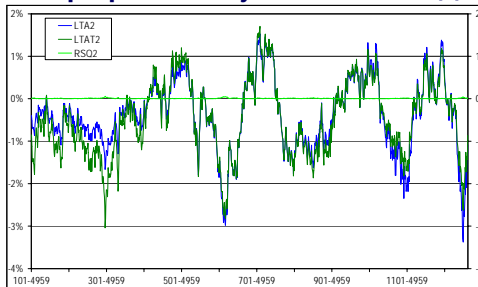
Graphique 67 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 68 : Analyse de la stabilité (2)

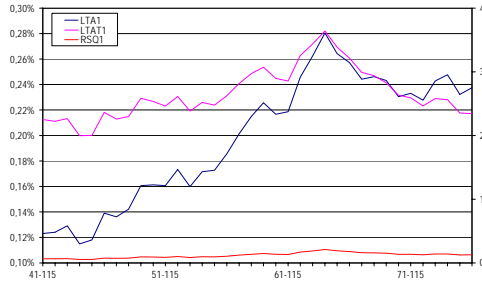


Graphique 69 : Analyse de la stabilité (3)

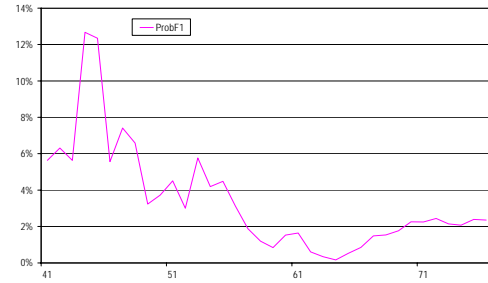


Fonds "Diversifiés" domiciliés en France

Graphique 70 : Analyse de la stabilité (1)



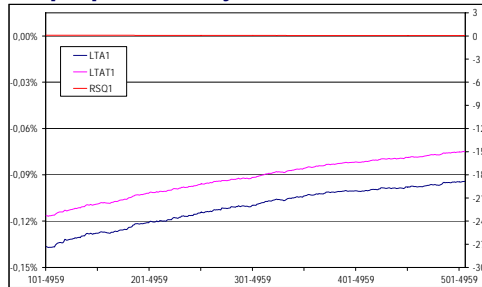
Graphique 71 : Analyse de la stabilité (2)



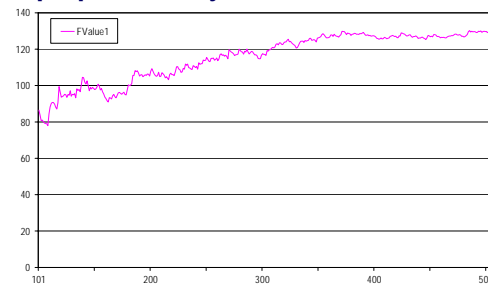
La taille de l'échantillon ne permet pas d'observer la stabilité (3).

Fonds " Diversifiés" domiciliés au Luxembourg

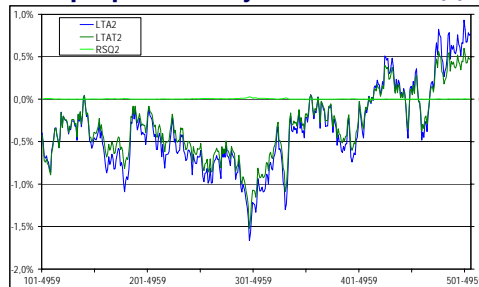
Graphique 72 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 73 : Analyse de la stabilité (2)

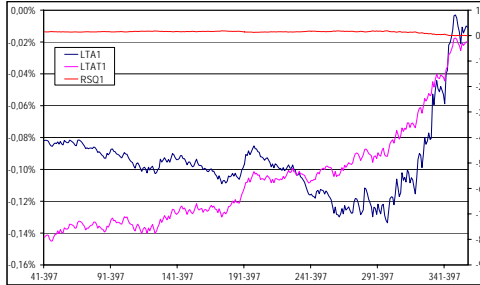


Graphique 74 : Analyse de la stabilité (3)

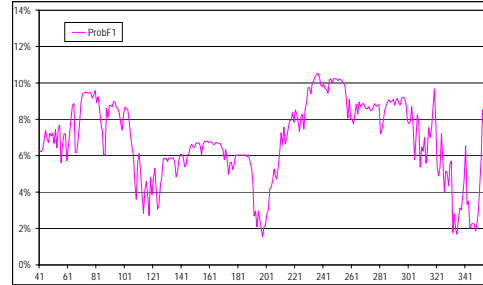


Fonds "Monétaires" domiciliés en France

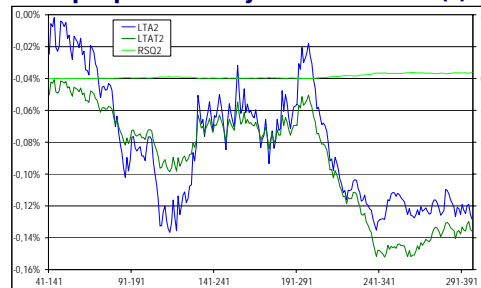
Graphique 75 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 76 : Analyse de la stabilité (2)

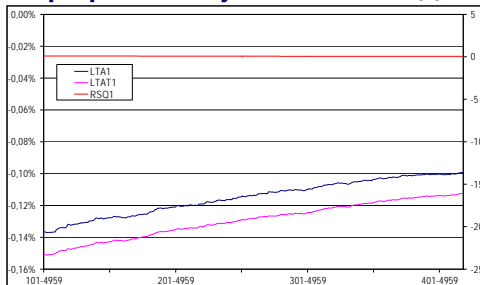


Graphique 77 : Analyse de la stabilité (3)

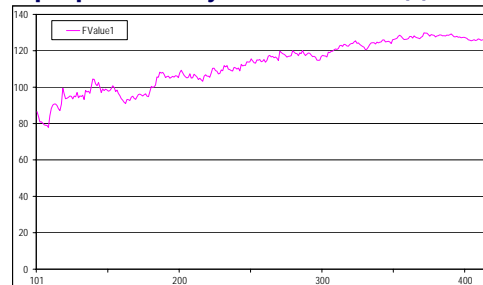


Fonds "Actions" domiciliés au Luxembourg

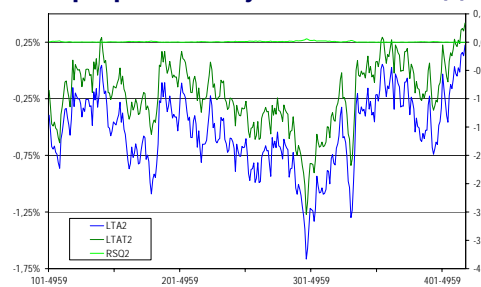
Graphique 78 : Analyse de la stabilité (1)



Graphique 79 : Analyse de la stabilité (2)



Graphique 80 : Analyse de la stabilité (3)

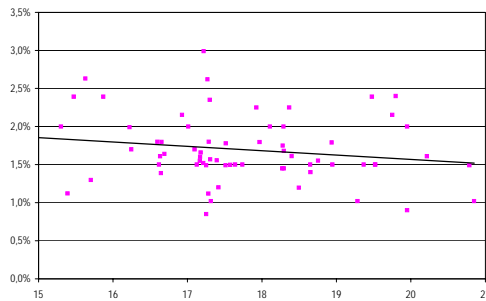


C-2 Fonds "Actions" français : spécifications alternatives

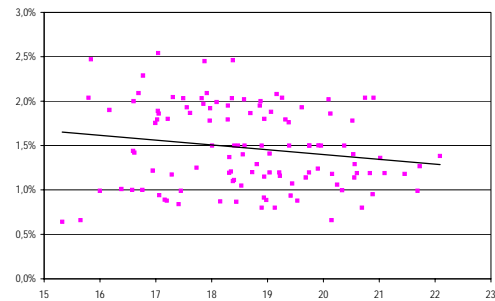
Tableau 7 : Fonds "Actions" français : estimations sur des sous-échantillons spécifiant des "profils" de promoteurs

	LTA	Intercept	Mean std err. of res.	Error d.f.	R ²	R ² C
Filiales de sociétés de gestion non-domestiques						
FRETEQ	-0,057% (-1,47)	2,7% (-3,92)	0,00430	65	3,2%	1,7%
Filiales de banques commerciales						
FRBQEQ	-0,054% (-1,85)	2,5% (4,54)	0,00461	111	3,0%	2,1%
Sociétés de gestion privée/de fortune						
FRGPEQ	0,026% (0,97)	1,3% (2,77)	0,00410	78	1,2%	-0,1%

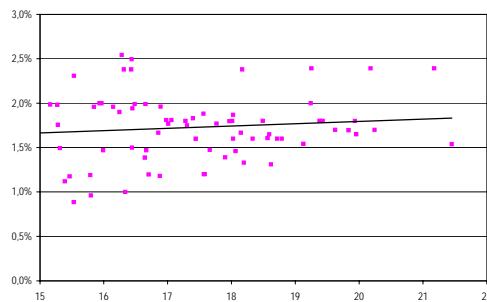
Graphique 81 : Fonds "Actions" français estimations sur des échantillons de fonds gérés par des sociétés de gestion non-domestiques



Graphique 82 : Fonds "Actions" français estimations sur des échantillons de fonds gérés par des filiales de grandes banques commerciales



Graphique 83 : Fonds "Actions" français estimations sur des échantillons de fonds gérés par des sociétés de gestion privée/de fortune



**Annexe C – Lipper Fitzrovia Response to CESR Consultation Paper
on the Simplified Prospectus**

**I: Relevant questions relating to TERs
II: Lipper Fitzrovia Total Expense Ratio (TER) Position Paper)**

Document available at:

http://www.cesr.eu/index.php?page=response_details&c_id=92&r_id=3820

« Risques et tendances » est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l’Autorité des marchés financiers

Directeur de la publication Edouard Vieillefond	e.vieillefond@amf-france.org 01.53.45.63.65
Rédacteur en chef Fabrice Pansard	f.pansard@amf-france.org 01.53.45.63.57
Equipe de rédaction Anne Demartini	a.demartini@amf-france.org 01.53.45.63.39
Elisabeth Fonteny	e.fonteny@amf-france.org 01.53.45.63.61
Laurent Grillet-Aubert	l.grillet-aubert@amf-france.org 01.53.45.63.38
Carine Romey	c.romey@amf-france.org 01.53.45.63.41
Secrétariat Muriel Visage	m.visage@amf-france.org 01.53.45.63.35

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n’exprime pas nécessairement la position de l’AMF
