

**E 2919**

**ASSEMBLÉE NATIONALE**

DOUZIÈME LEGISLATURE

**SÉNAT**

SESSION EXTRAORDINAIRE DE 2004-2005

Reçu à la Présidence de l'Assemblée nationale  
le 22 juillet 2005

Enregistré à la Présidence du Sénat le 22 juillet 2005

**TEXTE SOUMIS EN APPLICATION DE  
L'ARTICLE 88-4 DE LA CONSTITUTION**

PAR LE GOUVERNEMENT,

À L'ASSEMBLÉE NATIONALE ET AU SÉNAT.

**Livre vert** sur l'amélioration du cadre régissant les fonds  
d'investissement dans l'Union européenne.

COM(2005) 314 final



**CONSEIL DE  
L'UNION EUROPÉENNE**

**Bruxelles, le 13 juillet 2005**

**11190/05**

**EF 24  
ECOFIN 245**

**NOTE DE TRANSMISSION**

---

Origine: Pour le Secrétaire général de la Commission européenne, Madame Patricia BUGNOT, Directeur

Date de réception: 12 juillet 2005

Destinataire: Monsieur Javier SOLANA, Secrétaire général/Haut représentant

---

Objet: Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE

---

Les délégations trouveront ci-joint le document de la Commission - COM(2005) 314.

p.j. : COM(2005) 314



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 12.7.2005  
COM(2005) 314 final

**LIVRE VERT**

**SUR L'AMÉLIORATION DU CADRE RÉGISSANT  
LES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS L'UE**

(SEC(2005) 947)

(présentée par la Commission)

## LIVRE VERT

### SUR L'AMELIORATION DU CADRE RÉGISSANT LES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS L'UE

#### Introduction

En l'espace d'une décennie, le secteur des fonds d'investissement est devenu un acteur majeur des marchés financiers européens. Ces fonds mobilisent l'épargne des ménages et la recyclent dans des investissements productifs. Le secteur européen des fonds gère aujourd'hui un volume d'actifs supérieur à 5000 milliards d'euros. Le présent livre vert évalue l'impact de la législation européenne mise en place pour promouvoir le développement des OPCVM, le type de fonds d'investissement le plus commun sur le marché européen. Ces derniers concentrent plus de 70 % des actifs gérés par le secteur des fonds.

#### *Que sont les OPCVM ?*

Les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) sont constitués de portefeuilles d'investissement collectif exclusivement dédiés au placement des actifs collectés auprès d'investisseurs. En application de la directive OPCVM<sup>1</sup>, la politique de placement de l'OPCVM et son gestionnaire sont agréés conformément à des exigences spécifiques. La législation régissant les OPCVM vise à assurer un certain degré de protection des investisseurs grâce à des dispositions prévoyant de strictes limites aux investissements, des exigences en matière de fonds propres, des obligations d'information, ainsi que des fonctions de conservation des actifs et de surveillance des fonds confiées à des dépositaires indépendants. Les OPCVM agréés dans un État membre disposent d'un «passeport» qui les autorise, après notification, à proposer leurs parts à des investisseurs grand public des autres pays de l'UE.

La plupart des parties prenantes du secteur jugent que le cadre législatif régissant les OPCVM présente des faiblesses et qu'il ne permet pas au secteur d'exprimer pleinement son potentiel au niveau paneuropéen. Il est également dépourvu de la souplesse requise pour mieux affronter les défis résultant de l'évolution rapide des marchés financiers. Au stade actuel, une refonte radicale de cette législation n'apparaît toutefois pas comme d'une grande nécessité, et il conviendra plutôt d'exploiter exhaustivement les possibilités offertes par le cadre législatif existant. Le présent livre vert se propose en conséquence d'examiner les modalités selon lesquelles une impulsion appropriée pourrait être donnée au développement du secteur des fonds à court-moyen terme. Cette impulsion serait donnée sur la base de la législation existante, tout en veillant à conserver le haut niveau de protection des investisseurs qui est indispensable. Le tableau en annexe résume les mesures actuellement envisagées. La priorité qui leur sera donnée au cours des deux années à venir ne doit toutefois pas exclure une réflexion sur des initiatives plus ambitieuses susceptibles d'assurer un fonctionnement plus efficace du secteur européen des fonds et une protection améliorée des investisseurs.

<sup>1</sup> Directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 (JO L 375 du 31.12.1985, p 3), modifiée notamment par les directives 2001/107/CE (« directive société de gestion ») du 21 janvier 2002 (JO L 41 du 13.2.2002, p. 20) et 2001/108/CE (directive « produits ») du 21 janvier 2002 (JO L 41 du 13.2.2002, p. 35), toutes deux désignées dans le texte par l'expression OPCVM III.

Les défis socio-économiques actuels rendent cette évaluation particulièrement bienvenue. L'environnement réglementaire de l'UE doit donner au secteur des fonds la capacité de développer des instruments de placement collectif solidement structurés et bien gérés. Ces instruments devraient être à même de proposer aux investisseurs individuels des rendements correspondant à leur capacité financière et à leur appétit pour le risque tout en leur fournissant toute l'information nécessaire pour évaluer les risques et les coûts. L'existence en Europe de marchés intégrés et efficaces pour les fonds d'investissement est une priorité stratégique: ces fonds peuvent contribuer utilement à un financement adapté des retraites, à une allocation plus efficace de l'épargne vers des investissements productifs et jouer également un rôle moteur en faveur de pratiques de gouvernement d'entreprise plus saines.

L'analyse exposée dans le présent document s'inspire du rapport du groupe d'experts sur la gestion d'actifs publié en mai 2004 et des discussions qui s'en sont suivies avec les États membres, les membres du CERVM et les acteurs du marché. Les consultations et l'analyse détaillée du fonctionnement de la législation OPCVM que les services de la Commission ont effectué<sup>1</sup> ont mis en évidence une série de questions qui, de l'avis de la Commission, méritent d'être amplement et publiquement débattues. Le présent livre vert constitue sa première contribution à ce débat.

## 1. ÉVALUATION GÉNÉRALE

La directive OPCVM a constitué la première étape d'importance vers la réalisation de marchés intégrés et compétitifs pour les fonds d'investissement en Europe. 28 830 OPCVM y gèrent aujourd'hui 4000 milliards d'euros d'actifs. Les OPCVM sont également très présents hors d'Europe..

L'utilisation du passeport OPCVM a plus que doublé sur les cinq dernières années. 16 % des OPCVM sont de véritables fonds transfrontaliers attirant une part croissante des investissements. Toutefois, ces OPCVM transfrontaliers commencent à être depuis peu des acteurs d'importance significative sur les marchés des pays d'accueil.

Du point de vue de l'efficacité globale des marchés, les potentialités du secteur n'ont pas encore été pleinement exploitées et le paysage reste dominé par des fonds de taille sous-optimale. En effet, les fonds européens sont en moyenne cinq fois plus petits que leurs équivalents américains et, de ce fait, le secteur ne peut pas réaliser toutes les économies d'échelle souhaitables, ce qui réduit d'autant le rendement net servi aux investisseurs finaux.

Du point de vue de la protection des investisseurs, on peut se féliciter qu'aucun scandale majeur impliquant des OPCVM ne s'est encore produit en Europe. La directive OPCVM a fourni une assise solide au développement d'un secteur correctement réglementé. Les tendances récentes modifient toutefois progressivement le profil des risques du secteur. L'externalisation des fonctions d'administration ou les évolutions vers une architecture ouverte sont autant de changements qui risquent d'entraîner une augmentation du risque opérationnel ou des conflits d'intérêts. De nouveaux types de fonds, ayant recours à des stratégies d'investissement plus complexes, peuvent présenter des caractéristiques mal comprises des investisseurs grand public. Les implications potentielles des stratégies d'investissement alternatives sur la protection des investisseurs et la stabilité financière restent

---

<sup>1</sup> Publié en tant que document de travail des services de la Commission.

en outre encore mal connues. De plus, les produits de substitution, comme les produits ou supports en unités de compte, disputent aujourd'hui aux OPCVM la collecte de l'épargne à long terme alors qu'ils ne sont pas nécessairement soumis à des obligations d'information et de transparence aussi strictes.

Le livre vert examine dans quelle mesure la réglementation sur les OPCVM parvient à remplir ses objectifs dans ce contexte en pleine évolution.

## **2. EXPLOITER TOUT LE POTENTIEL DE LA LEGISLATION EXISTANTE**

### **2.1. Actions prioritaires**

En janvier 2002, plusieurs aspects clés de la directive OPCVM initiale ont été modifiés. La directive « produits » a enrichi la gamme des actifs dans lesquels les OPCVM peuvent investir. La directive « sociétés de gestion » a renforcé les exigences en matière de fonds propres et d'organisation applicables aux sociétés de gestion. Elle les a autorisés à commercialiser certains services sur une base transfrontalière par le biais d'un passeport et a introduit un nouveau document d'information, le prospectus simplifié. Depuis l'entrée en vigueur de ces directives, en février 2004, des divergences sont apparues entre États membres sur la façon dont les dispositions modifiées devaient être interprétées et mises en oeuvre. Les fonds continuent à se heurter à des difficultés lorsqu'ils veulent faire usage du passeport « produit ».

Ces derniers mois, la consolidation du passeport OPCVM et la fourniture d'une information plus détaillée sur les dispositifs de protection des investisseurs ont été au premier rang des priorités. La contribution du groupe d'experts du CERVM<sup>1</sup> sur la gestion pour compte de tiers a, sur ces points, été déterminante. La bonne coopération et l'engagement des autorités de surveillance nationales, agissant dans le cadre du CERVM, apparaissent donc comme un élément essentiel de la recherche de solutions pragmatiques aux problèmes de mise en oeuvre.

Ces travaux se poursuivront pour se focaliser sur les aspects suivants:

1. Élimination des incertitudes concernant l'agrément des fonds créés au cours de la période de transition entre OPCVM I et OPCVM III. Les lignes directrices du CERVM ont contribué à dissiper les incertitudes relatives au traitement des fonds bénéficiant d'une clause de maintien des droits acquis (« grandfathered funds »). Il est donc essentiel que ces lignes directrices soient appliquées fidèlement et en garantissant le bon fonctionnement du mécanisme du passeport.
2. Simplification de la procédure de notification des fonds disposant du passeport : le contenu, la complexité et la longueur de la phase de notification varient fortement d'un État membre à l'autre. Il est donc nécessaire de rationaliser les procédures et d'envisager la mise en place de mécanismes de résolution des problèmes s'inscrivant dans le cadre actuel de répartition des responsabilités. Cela pourrait également supposer d'améliorer la coopération entre autorités afin d'éviter que l'agrément par le pays d'origine ne soit contesté. Le CERVM a déjà engagé des travaux en vue de renforcer la convergence entre régulateurs dans ce domaine.

---

1

Créé par la décision de la Commission 2001/527/CE du 6 juin 2001 (JO L 191 du 13.07.2001, p. 43).

3. Soutien à la mise en œuvre des recommandations de la Commission sur l'utilisation des instruments dérivés et sur le prospectus simplifié, qui visent notamment à améliorer les critères de gestion des risques et la transparence sur les frais. De l'analyse préliminaire résultant de l'examen effectué par le CERVM, il ressort que, à quelques rares exceptions près, les autorités des États membres ont déjà commencé à prendre des mesures pour appliquer ces lignes directrices. Compte tenu de l'importance de ces questions, la Commission s'efforcera d'obtenir des progrès supplémentaires dans certains domaines cruciaux, comme l'information sur les frais et commissions.
4. Clarification de la définition des « actifs » qui peuvent être acquis par les OPCVM. Une des règles de base de la législation OPCVM impose aux fonds d'investir principalement dans des instruments financiers liquides. OPCVM III laisse une marge d'interprétation quant à la question de savoir si certaines catégories d'instruments financiers peuvent ou non être acquises par des OPCVM. Des clarifications sur l'éligibilité des actifs, juridiquement contraignantes, seront finalisées par la Commission au début de 2006, sur le fondement de l'article 53a de la directive.

**Q1 :** Les initiatives ci-dessus assurent-elles une sécurité juridique suffisante dans l'application de la directive?

**Q2 :** D'autres problèmes qui se poseraient en relation avec l'application quotidienne de la directive doivent-ils être examinés en priorité ?

## **2.2. Faire un meilleur usage du cadre actuel**

Le cadre législatif communautaire actuel peut-il être amélioré pour être en mesure de mieux affronter les principaux défis structurels auxquels doit faire face le secteur des fonds de l'UE – notamment en renforçant sa compétitivité et sa réactivité face aux évolutions des demandes des investisseurs ? Deux domaines dans lesquels des travaux pourraient être entrepris sur la base du cadre législatif existant ont été identifiés.

### *2.2.1. Le passeport de la société de gestion*

Certains acteurs du secteur estiment que la possibilité donnée aux gestionnaires de fonds de constituer et de gérer des OPCVM domiciliés dans d'autres États membres permet plus d'efficacité et de spécialisation pour la gestion des portefeuilles et de l'administration des fonds. Cette possibilité était envisagée par la directive « sociétés de gestion » pour les OPCVM dotés de la personnalité morale. Cependant, en raison d'apparentes ambiguïtés et du caractère incomplet de la directive, elle n'a pas été introduite en pratique. Certains se sont notamment inquiétés de la scission de la surveillance, le fonds et son gestionnaire relevant de deux juridictions différentes, ceci risquant à leur avis de compromettre l'efficacité des contrôles et de fragiliser la protection des investisseurs. Préalablement à toute nouvelle initiative dans ce domaine, la Commission souhaite donc procéder à un examen plus approfondi. Cet examen aura pour objet de déterminer dans quelle mesure le passeport de la société de gestion peut être étendu pour l'ouvrir à d'autres activités commerciales significatives et de mieux identifier les risques prudentiels que présenterait une telle évolution. Sur la base des réponses au présent livre vert, la Commission indiquera, dans le rapport de suivi qu'elle publiera au début de 2006, s'il y a lieu de donner effet au passeport de la société de gestion, et selon quelles modalités.

**Q3 :** Un véritable passeport pour la société de gestion apporterait-il des avantages supplémentaires significatifs sur le plan économique, par rapport aux solutions de gestion déléguée ? Veuillez indiquer les sources et l'importance probable des avantages escomptés.

**Q4 :** Le partage des responsabilités de surveillance entre deux États membres différents, selon qu'il s'agit de la société de gestion ou du fonds, se traduirait-il par une augmentation du risque opérationnel ou par un affaiblissement du contrôle ? Veuillez décrire les causes du problème et les mesures qu'il conviendrait de prendre pour contenir efficacement ces risques.

### 2.2.2. *Distribution, vente et promotion des parts des fonds*

Un deuxième domaine dans lequel des éclaircissements pourraient être utiles est celui des modalités de l'offre, de la vente et de la commercialisation des parts d' OPCVM aux investisseurs individuels. Confrontés à des produits plus complexes, les investisseurs ont besoin d'être mieux informés, et de manière compréhensible par eux, sur les performances des fonds et sur les coûts. On observe une demande croissante de conseil sur les produits les mieux adaptés et les plus performants. Les changements sont également perceptibles du côté de l'offre : les banques ouvrent de plus en plus leurs réseaux aux fonds de tiers, ce qui leur permet de se recentrer sur leur cœur de compétences tout en attirant des clients recherchant « le meilleur produit disponible sur le marché ». Enfin, le maillon final de la chaîne de valeur, la distribution, est un centre de coûts majeur du secteur des fonds (transfrontaliers en particulier). La concurrence et la transparence dans la distribution des parts de fonds pourraient utilement être mises au service des intérêts de l'investisseur final. Les conditions à respecter pour qu'un produit puisse légitimement revendiquer l'appellation de « fonds garanti » devraient également être clarifiées afin d'éviter les risques de vente abusive.

La DMIF<sup>1</sup> récemment adoptée pourrait fournir une « boîte à outils » utile. Elle pourrait, notamment, clarifier les devoirs de précaution, d'avertissement sur les risques et autres obligations des entreprises d'investissement envers les clients envisageant d'investir dans des OPCVM. La DMIF pourrait également servir de base pour améliorer la transparence du processus de distribution grâce à ses règles en matière de gestion et de divulgation des conflits d'intérêts et à son exigence d'exécution « au mieux ».

Dans un premier temps, les services de la Commission réfléchiront au problème de la frontière entre la commercialisation (OPCVM) et les services de vente/conseil fournis aux investisseurs des fonds. Dans un deuxième temps, ils effectueront une analyse des écarts (gap analysis) pour apprécier si la législation de niveau 2 mettant en œuvre les règles de conduite et d'autres dispositions pertinentes de la DMIF fournissent une base suffisante et efficace pour régir les activités d'intermédiation des fonds d'investissement. Cet exercice ne pourra toutefois être engagé qu'après la finalisation de ces règles de niveau 2.

**Q5 :** Un renforcement de la transparence, de la comparabilité et de l'attention accordée aux besoins des investisseurs au niveau de la distribution des parts de fonds pourrait-il améliorer concrètement le fonctionnement des marchés européens de fonds d'investissement et le niveau de protection des investisseurs ? Convient-il d'en faire une priorité ?

**Q6 :** Une clarification des « règles de conduite » applicables aux entreprises distribuant les parts de fonds aux investisseurs de détail contribuerait-elle significativement à cet objectif ? D'autres types de mesures (comme un renforcement des obligations d'information) doivent-ils être envisagés ?

---

<sup>1</sup> Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 (JO L 145 du 30.4.2004, p 1) concernant les marchés d'instruments financiers.



**Q7 :** Certains problèmes particuliers aux fonds échappent-ils aux travaux en cours pour la mise en œuvre détaillée des règles de conduite de la DMIF ?

### **3. AU-DELA DU CADRE LEGISLATIF EXISTANT – LES DEFIS A LONG TERME**

Le secteur européen des fonds subit actuellement des transformations structurelles qui auront des conséquences durables : innovation permanente dans les produits et les stratégies de placement ; nouvelles formes de « business model » ; apparition de prestataires de services spécialisés ; systèmes de distribution par flux ; investisseurs plus exigeants. L'Europe doit veiller à ce que le cadre législatif couvrant les OPCVM puisse représenter une base viable pour un développement harmonieux du secteur sur le long terme tout en assurant un niveau élevé de protection des investisseurs. L'environnement réglementaire doit permettre au secteur d'offrir des produits attrayants et bien gérés, plus conformes aux besoins des investisseurs. La section qui suit examine les possibilités d'adaptation du cadre législatif européen afin de mieux contribuer à cet objectif : création d'un cadre paneuropéen permettant de réaliser des économies d'échelle et des synergies grâce à sa dimension transfrontalière ; renforcement de la confiance des investisseurs ; mesures évitant une concurrence inutile entre produits d'investissement de substitution ; promotion d'un développement équilibré des investissements alternatifs au sein même de l'UE. Les progrès futurs vers la réalisation de ces objectifs ne pourront toutefois pas être obtenus en maintenant le cadre actuel. Il conviendra de prévoir, dans certains cas, des ajustements ou des extensions de la législation OPCVM existante qui pourraient être substantiels. Le présent exercice est donc l'occasion d'engager une réflexion sur l'opportunité d'intégrer à terme dans le cadre législatif de l'UE le traitement de certains de ces aspects plus vastes ainsi que sur les modalités de cette intégration.

#### **3.1. Vers un secteur efficace en termes de coûts**

L'existence dans l'UE d'un trop grand nombre de fonds de petite taille empêche le secteur de bénéficier pleinement des économies d'échelle.

1. Le groupe d'experts sur la gestion des actifs n'a pas été le seul à considérer qu'une consolidation du secteur passant par des fusions transfrontalières de fonds était une des voies permettant de réduire les coûts et d'améliorer les performances, même si les gérants de fonds restent pour l'instant timides dans leurs efforts de rationalisation de leur offre de produits, y compris au niveau national. La directive OPCVM n'interdit pas les fusions transfrontalières de fonds, mais elle omet cependant de lever un certain nombre d'obstacles pratiques qu'il conviendra probablement d'aborder si l'on veut faciliter ces fusions. Des fusions transfrontalières ont lieu certes ponctuellement, mais restent rares en raison des difficultés résultant des divergences nationales en droit des sociétés et sur le plan de la législation fiscale.
2. Le regroupement des actifs des fonds (« fund pooling ») peut constituer une solution alternative en vue de la consolidation du secteur : cela permettrait à des fonds juridiquement distincts d'être gérés ou administrés collectivement, que ce soit en plaçant leurs actifs dans un fonds maître (cas des structures de fonds « maîtres » et « nourriciers »), ou en recourant à des technologies informatiques leur permettant d'être gérés comme s'ils faisaient partie d'un seul fonds. Le *pooling* transfrontalier se heurterait toutefois aux mêmes obstacles juridiques, prudentiels et fiscaux évoqués précédemment et il représente en outre un défi technologique considérable.

3. Les services de garde et de conservation des fonds pourraient également bénéficier d'une plus grande rationalisation. La directive OPCVM exige que la société de gestion et le dépositaire soient situés dans le même État membre. Auparavant, la proximité et l'unicité de la surveillance étaient jugées essentielles pour garantir l'efficacité de certaines fonctions comme l'administration du passif, la garde ou la tenue de compte-conservation. Depuis lors, des voix se sont élevées dans le secteur pour revendiquer une plus grande liberté de choix du dépositaire. Cependant, comme l'a déjà fait observer la Commission<sup>1</sup>, une évolution dans ce sens ne peut pas se concevoir sans une plus grande harmonisation du statut, des missions et des responsabilités des acteurs impliqués. Il est donc souhaitable d'approfondir les analyses comparatives portant sur les coûts et avantages qui résulteraient de telles évolutions du cadre législatif – la comparaison devant en particulier se faire avec les résultats pouvant être obtenus en recourant à des formules de délégation et/ou de sous-dépositaire. La Commission propose d'examiner quel serait l'impact effectif sur la qualité de la surveillance et la protection des investisseurs d'un partage entre les États Membres des responsabilités en matière de surveillance des fonds et des fonctions de dépositaire et de garde des actifs.
4. L'infrastructure européenne de traitement des ordres de souscription/rachat (de parts de fonds) est fragmentée, ce qui entraîne des coûts opérationnels élevés et une augmentation des risques opérationnels dans la chaîne des transactions. La Commission soutient pleinement les efforts actuellement entrepris par le secteur pour améliorer l'organisation de l'administration du passif des fonds, en particulier sur le plan des arrangements transfrontaliers. La conviction initiale de la Commission est que l'industrie elle-même doit continuer à garder un rôle moteur dans ce domaine : les instances politiques de l'UE ne devront intervenir qu'en cas de problèmes manifestes de « coordination » ou d'obstacles réglementaires insurmontables.

**Q8 :** Les fusions transfrontalières de fonds répondent-elles à une logique commerciale ou économique (avantages nets) ? Ces avantages pourraient-ils être en grande partie atteints par une rationalisation à l'intérieur des frontières nationales ?

**Q9 :** Les avantages souhaités pourraient-ils être obtenus par la voie des techniques de « pooling » ?

**Q10 :** La concurrence dans la gestion des fonds et/ou de la distribution est-elle suffisante pour garantir que les investisseurs bénéficieront des économies d'échelles/réductions de coûts ?

**Q11 :** Quels sont les avantages et les inconvénients (risques prudentiels et commerciaux) qui résulteraient de la possibilité de choisir un dépositaire d'un autre État membre ? Dans quelle mesure la délégation ou d'autres formules seraient-elles une alternative à une initiative législative dans ce domaine ?

**Q12 :** Pensez-vous qu'un processus continu de normalisation à l'initiative des acteurs du secteur serait en mesure de porter ses fruits dans des délais raisonnables ? Une intervention des autorités publiques est-elle nécessaire ?

---

<sup>1</sup> Communication COM(2004) 207 de la Commission au Conseil et au Parlement européen du 30 mars 2004.

Dès que les réactions au présent livre vert auront été prises en compte, la Commission se propose de créer un groupe d'experts qui sera chargé d'étudier de manière plus approfondie les principales sources d'inefficience du secteur européen des fonds identifiées ci-dessus. Ces travaux porteront également sur la faisabilité et l'efficacité d'éventuelles mesures de facilitation.

### **3.2. Maintenir des niveaux élevés de protection des investisseurs**

La directive OPCVM établit plusieurs lignes de défense en vue de protéger les investisseurs. Le bilan, sur ce point, a jusqu'à présent été positif, mais de nouveaux risques apparaissent et les attentes du marché ont évolué. Il est peut-être opportun d'envisager une nouvelle réflexion sur la protection des investisseurs ayant recours à approche fondée sur les risques plus exhaustive.

Il convient de laisser aux dispositions révisées de protection des investisseurs prévues par OPCVM III le temps de faire leurs preuves. Dans ses travaux, le CERVM s'efforcera également de promouvoir une convergence entre régulateurs européens sur les dispositions en matière de prévention des conflits d'intérêts et de protection des investisseurs s'imposant aux gestionnaires de fonds telles que modifiées par les articles 5 septies et 5 nonies de la directive 2001/107/CE. La Commission redoute cependant que les OPCVM, compte tenu des limites formelles établies en matière de placement, rencontrent à l'avenir des difficultés pour s'adapter au rythme de l'innovation financière et à la « sophistication » croissante des systèmes de distribution. Cela devrait peut-être inciter à procéder à une évaluation plus systématique des principaux risques apparaissant à chaque étape de la chaîne de valeur de l'industrie des fonds. Eu égard à l'ambition affichée par le secteur de devenir l'instrument privilégié de placement de l'investisseur grand public, la Commission continuera à travailler sans relâche en vue de renforcer les mesures de protection des investisseurs. Les travaux entrepris par le comité permanent de l'OICV sur la gestion pour compte de tiers pourraient fournir un point de départ à une réflexion européenne plus approfondie sur ces thèmes.

**Q13:** Le recours substantiel à des limites d'investissement formelles constitue-t-il une approche viable pour parvenir à un degré élevé de protection des investisseurs ?

**Q14:** Pensez-vous que les protections – au niveau de la société de gestion et du dépositaire – sont suffisamment robustes pour faire face aux nouveaux risques apparus en matière de gestion et d'administration des OPCVM ? Quelles autres mesures visant à maintenir un degré élevé de protection des investisseurs jugeriez-vous appropriées ?

### **3.3. Concurrence des produits de substitution**

Dans le déroulement des discussions sur le cadre législatif communautaire applicable aux OPCVM, il sera essentiel de raisonner en ayant une vision aussi globale que possible des activités de gestion d'actifs. Les OPCVM sont, en effet, concurrencés par de nombreux autres produits qui visent aussi à collecter l'épargne privée des investisseurs européens. Certains de ces produits, comme les produits d'assurance-vie en unités de compte ou certains produits structurés, répliquent certaines caractéristiques des OPCVM. Ils sont cependant soumis à une réglementation ou à une fiscalité différentes et leur mode de commercialisation n'est pas le même. Dans certains États membres, ces produits concurrents sont largement diffusés. La Commission craint que ce traitement réglementaire différent n'aboutisse à des distorsions dans les décisions d'investissement. Elle est convaincue que ce serait un pas en arrière pour

les investisseurs si la concurrence réglementaire conduisait à un assouplissement des obligations d'information des OPCVM.

**Q15:** Connaissez-vous des cas de distorsion dans le choix des investisseurs qui exigeraient une attention particulière de la part des législateurs européens et/ou nationaux ?

### 3.4. Le marché européen des instruments d'investissement alternatifs

Le secteur des investissements alternatifs – qui comprend les fonds alternatifs (*hedge funds*) et les fonds de capital investissement (*private equity funds*) – est à présent bien établi. Il offre de nouvelles opportunités de diversification aux gestionnaires d'actifs, la promesse de rendements plus élevés aux investisseurs et peut accroître la liquidité globale du marché. Les stratégies d'investissement alternatives sont toutefois plus complexes et peuvent faire courir aux investisseurs des risques plus importants que les OPCVM classiques.

#### *Investissements alternatifs*

- Les fonds de capital investissement impliquent un engagement à long terme dans des investissements supposant une participation active dans la gestion de l'entreprise financée. Ces fonds sont toutefois confrontés à des complications fiscales supplémentaires et la plupart de ces structures ne bénéficient pas de la reconnaissance mutuelle dans les divers États membres.
- Les fonds alternatifs recourent à une grande diversité de techniques et d'instruments (vente à découvert, effet de levier, etc.) dont ne peuvent généralement pas disposer les formes plus traditionnelles d'organismes de placement collectif. Ces fonds alternatifs peuvent constituer une source de risque de contrepartie pour les établissements financiers qui leur accordent des prêts. Bien qu'ils ne soient pas actuellement considérés comme une source sérieuse de risque systémique du fait de leur taille relativement faible et de leur recours, modéré et assorti de garanties, à l'effet de levier, il n'en reste pas moins que la rapidité de leur expansion et leur manque de transparence suscite des inquiétudes en ce qui concerne leur impact sur les marchés. Les instances de régulation s'efforcent actuellement d'affiner leurs capacités d'évaluation de l'exposition agrégée du système financier aux risques causés par les fonds alternatifs.

Les divergences dans les législations nationales entraînent un risque de fragmentation de la réglementation susceptible de freiner l'expansion de ce type d'activités. Plus ce segment se développera, plus le besoin d'une approche européenne cohérente et éclairée de ce segment se fera ressentir, en particulier si les investisseurs de détail s'exposent de manière croissante aux risques découlant d'investissements alternatifs.

Après avoir pris en considération les réponses à la présente consultation, la Commission constituera un groupe de travail. Ce groupe sera chargé d'examiner si une approche commune en matière de réglementation est susceptible de faciliter le développement des marchés européens de fonds alternatifs et de fonds de capital investissement. Ce groupe pourrait également étudier les types d'initiatives qui paraissent les plus indiquées pour surmonter les obstacles qui entravent leur développement transfrontalier. Ce travail supposerait notamment d'examiner dans quelle mesure une compréhension commune de la notion de « placement privé » est susceptible de faciliter le développement de leur offre transfrontalière destinée à des investisseurs avertis.

**Q16:** Dans quelle mesure les problèmes de fragmentation réglementaire induisent-ils des difficultés d'accès au marché pour a) les fonds de capital investissement et, b) les fonds alternatifs et les fonds de fonds alternatifs de nature à rendre souhaitable la définition d'une approche commune au niveau de l'UE à leur égard?

**Q17:** Existe-t-il des risques particuliers (du point de vue de la protection des investisseurs ou de la stabilité du marché) associés aux activités des fonds de capital investissement ou des fonds alternatifs qui mériteraient une attention spéciale ?

**Q18:** Dans quelle mesure un régime commun applicable aux placements privés contribuerait-il à surmonter les obstacles au développement d'une offre transfrontalière d'instruments alternatifs destinée à des investisseurs avertis ? Cette clarification des procédures de commercialisation et de vente peut-elle être introduite indépendamment de mesures d'accompagnement au niveau du gestionnaire du fonds, etc. ?

### **3.5. Moderniser la législation régissant les OPCVM ?**

L'expérience a prouvé combien il était difficile d'adapter la législation OPCVM aux réalités changeantes du marché et d'assurer la cohérence de son application. La directive OPCVM illustre les dangers d'un recours à une législation UE de niveau 1 pour régir des aspects hautement techniques. Certains commentateurs, y compris au sein du CERVM, ont appelé à une refonte de la directive s'inspirant de la législation récente de l'UE sur les valeurs mobilières – à savoir une législation de niveau 1 fonctionnelle et fondée sur des principes, complétée par la possibilité de recourir à des règles d'application détaillées et à une coopération prudentielle renforcée (approche Lamfalussy). Une telle refonte de la législation OPCVM ne serait toutefois pas un simple exercice cosmétique : elle supposerait de faire des choix tant pour la rédaction des principes directeurs à retenir pour la législation de premier niveau que pour la portée et le contenu des décisions à prendre selon les règles propres à la comitologie. L'impact, tant sur le fond que sur le plan institutionnel, serait donc substantiel. Tout cela exigerait une grande préparation et un recours à la procédure de codécision. Si les opinions se ralliaient à l'idée d'une telle transformation de la législation OPCVM dans l'avenir, la Commission est convaincue que l'opportunité devrait être saisie pour restructurer la directive dans un sens conforme à l'approche Lamfalussy.

**Q19:** La législation OPCVM actuelle, prescriptive et axée sur les produits, constitue-t-elle à long terme un cadre viable pour un marché européen des fonds d'investissement intégré et bien surveillé ? Dans quelles conditions, ou à quelle stade, conviendra-t-il d'envisager une évolution vers une législation axée sur des principes et fondée sur les risques ?

## **4. CONCLUSIONS**

Les OPCVM ont été le creuset qui a permis l'émergence d'un secteur européen des fonds florissant. La législation OPCVM – avec son passeport produits et son souci de l'investisseur grand public – a facilité ce résultat. Malgré ces développements positifs, il apparaît que la législation OPCVM a donné lieu à des occasions manquées et pourrait être améliorée. Il n'y a cependant pas, à ce stade, de nécessité impérieuse imposant une refonte radicale de cette législation. La priorité doit plutôt être donnée à l'épuisement de toutes les possibilités offertes par le cadre législatif actuel.

Compte tenu de l'importance stratégique du secteur, il convient d'engager une réflexion étendue sur la direction future à donner au cadre législatif de l'UE pour les fonds d'investissement. Dans l'hypothèse où certains des risques structurels identifiés plus haut se matérialiseraient, des actions d'envergure seraient requises en vue de s'assurer que le vaste secteur européen des fonds puisse entrer dans la prochaine décennie en disposant des instruments adéquats tout en garantissant aux investisseurs un degré élevé de protection.

Les réponses à la présente consultation, de même que le fruit des discussions régulièrement organisées avec les parties prenantes concernées et des travaux préparatoires réalisés au sein de la Commission, seront pris en considération dans la détermination d'éventuelles mesures de suivi. Dans un second temps, les orientations retenues en vue de renforcer le cadre régissant les OPCVM seront rendues publiques au début de 2006. Dans l'hypothèse où des initiatives de type législatif seraient envisagées, elles seraient soumises à une consultation préalable approfondie et feraient l'objet d'une évaluation d'impact et d'une analyse coût-efficacité.

Les réponses à la consultation doivent être envoyées jusqu'au 15 novembre 2005 à l'adresse électronique suivante: [markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int](mailto:markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int) . Les réponses seront mises en ligne sur le site web de la Commission, sauf demande contraire explicite. Dans le cadre du suivi du présent livre vert, la Commission publiera, au début de 2006, un rapport résumant les réactions reçues dans le cadre de la consultation.

### **Renforcement du cadre OPCVM – étapes proposées**

| Sujet   | Action  | Dates proposées                       |
|---|---|---------------------------------------|
| Réexamen législation OPCVM                                    | Processus de consultation<br><br>Rapport résumant les réactions à la consultation publique ; publication COM sur les actions de suivi | Juil./nov. 2005<br><br>Fév./mars 2006 |
| <b>1. Actions prioritaires</b>                                |   |                                       |
| Clarification sur les actifs éligibles des OPCVM              | Adoption de la législation d'application  | Mars/avril 2006                       |
| Recommandations sur produits dérivés et prospectus simplifié  | Publication de l'évaluation définitive sur la mise en œuvre par les États membres (CERVM et COM)                                      | Automne 2005                          |
| Lignes directrices du CERVM sur les dispositions transitoires | Rapport d'étape sur la mise en œuvre au niveau national   | Automne 2005                          |
| Procédures de notification                                    | Lignes directrices du CERVM sur la procédure de notification  | Automne 2006                          |

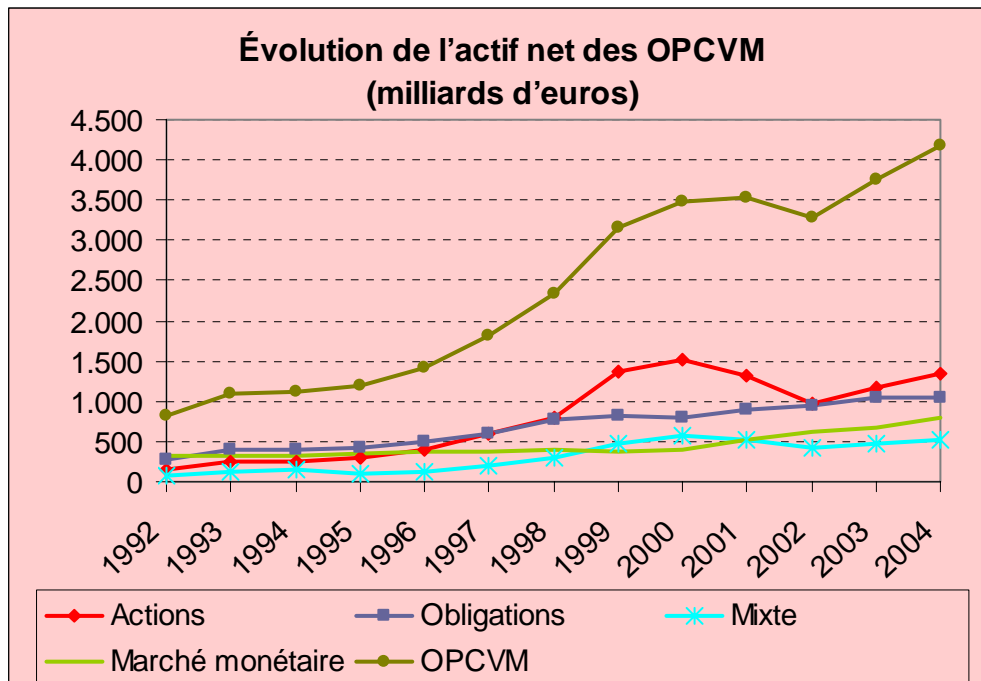
| <b>2. Renforcement du cadre actuel</b>               |   |                       |
|--|---|-----------------------|
| Passeport société de gestion                         | Analyse des conditions requises pour faciliter le fonctionnement effectif du passeport de la société de gestion (fonds dotés de la personnalité morale)   | Début 2006            |
| Distribution, commercialisation, promotion des fonds | Évaluation de l'articulation entre OPCVM et DMIF  | Début 2006            |
|  | Analyse d'écart sur les mesures de niveau 2 de la DMIF  | Mi-2006               |
| <b>3. Défis à long terme</b>                         |   |                       |
| Fusions transfrontalières / pooling                  | Travaux groupe de discussion spécialisé   | Hiver 2005 - Été 2006 |
| Protection des investisseurs                         | Analyse des risques et du contrôle des risques dans le secteur européen des fonds d'investissement (CERVM et COM) : suivi des travaux de l'OICV, lancement et publication d'études de la Commission |                       |
| Investissements alternatifs                          | Travaux groupe de discussion spécialisé   | Hiver 2005 - Été 2006 |

## Annexe

### **APERCU SYNTHÉTIQUE SUR LE MARCHÉ DES OPCVM**

La législation sur les OPCVM a fourni les bases qui ont permis le développement d'un secteur européen des fonds d'investissement dynamique. 20 ans après l'adoption de la directive OPCVM d'origine, 28 830 OPCVM gèrent aujourd'hui 4000 milliards d'euros, ce qui représente plus de 70 % du total des actifs gérés par les fonds d'investissement de l'UE. La gestion d'actifs par les OPCVM connaît une croissance rapide (le volume des actifs gérés a été multiplié par 4 au cours des dix dernières années). Ce secteur est fortement implanté dans tous les «anciens» États membres et gagne progressivement du terrain dans nombre de «nouveaux». Dans certains États membres, plus de 20 % de la population adulte a investi dans des fonds. Les OPCVM sont également très présents sur des marchés extérieurs à l'UE (notamment en Asie et en Amérique du Sud).

*Les OPCVM sont largement implantés sur le marché...*



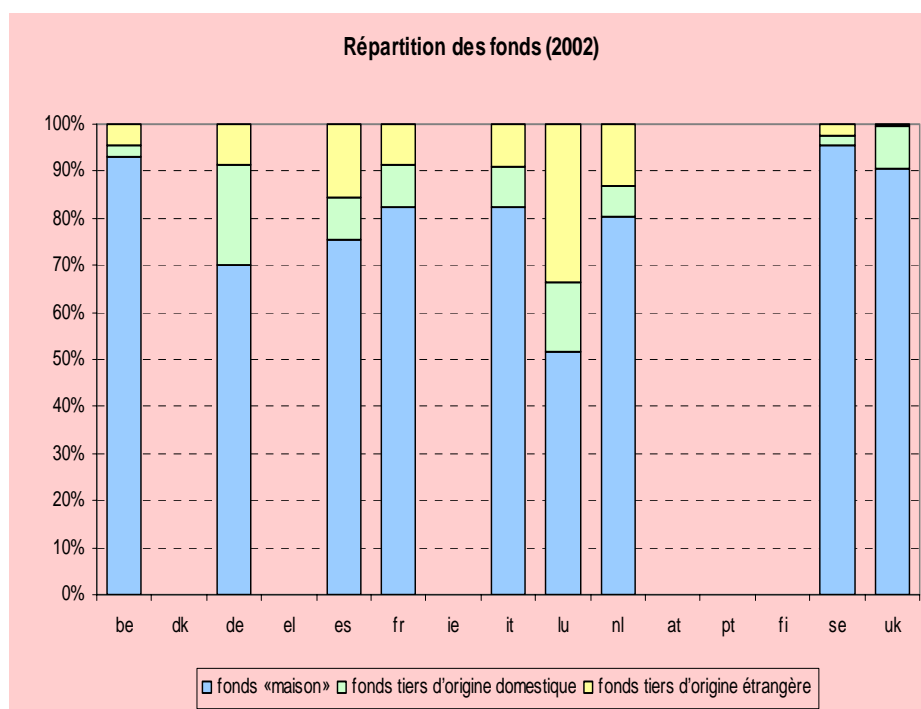
La directive OPCVM a constitué un premier pas décisif vers la création de marchés européens intégrés et compétitifs pour les fonds d'investissement : elle a été le catalyseur du développement d'un secteur dont le champ d'activité est de plus en plus transfrontalier. À l'heure actuelle, moins du quart des OPCVM européens (en nombre de fonds) sont authentiquement transfrontaliers, c'est-à-dire que leurs parts sont commercialisées dans plus d'un pays autre que celui où est situé leur promoteur. Le tableau ci-dessous montre néanmoins que le nombre de fonds transfrontaliers a crû plus rapidement que le nombre total de fonds au cours des dernières années. Le volume des actifs qu'ils gèrent augmente lui aussi rapidement : le volume net des ventes de parts de fonds transfrontaliers a représenté en 2004 plus de 60 % du volume net des flux collectés par l'ensemble du secteur.

*... et leur pénétration transfrontalière va croissant*



|                                     | <i>fin-98</i> | <i>Mar 2001</i> | <i>Fin 2002</i> | <i>Fin 2003</i> | <i>Variation (98-03)</i> |
|-------------------------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------------|
| Fonds transfrontaliers              | 2,287         | 3,260           | 3,750           | 4,529           | 98%                      |
| Notifications transfrontalières     | 11,338        | 22,791          | 26,966          | 26,030          | 130%                     |
| Nombre total de fonds               | 20,069        | n.a.            | 28,459          | 28,149          | 40%                      |
| Fonds transf./nombre total de fonds | 11%           | n.a.            | 13%             | 16%             | 41%                      |

Malgré l'augmentation du nombre de notifications et de ventes de parts de fonds transfrontaliers, la part de marché de ces fonds dans la plupart des États membres d'accueil reste souvent modeste. En dépit de l'évolution vers une architecture ouverte observée ces dernières années, la gamme des produits proposés provient encore en grande partie de fournisseurs nationaux, et les réseaux de distribution nationaux restent dominés par les opérateurs domestiques. La plupart des distributeurs européens de fonds gérés par des tiers (FGT) sont «semi-ouverts», 33 % d'entre eux proposant moins de 5 FGT et seulement 6 % plaçant plus de 49 FGT dans la liste des produits qu'ils offrent. En outre, 46 % des distributeurs de fonds ne proposent pas le moindre FGT. La concurrence est de ce fait limitée, et les investisseurs n'ont pas nécessairement accès aux meilleurs fonds du marché de l'UE.



|  |   |
|--|---|
| <p>Du point de vue de l'efficacité globale du marché, les mesures visant à faciliter l'offre de produits transfrontaliers ne sont pas encore parvenues à assurer un fonctionnement optimal du marché européen des fonds. Le nombre de fonds est considérablement supérieur à ce qu'il était il y a dix ans, ce qui traduit la rapidité avec laquelle les gestionnaires se sont adaptés aux évolutions et aux nouveaux besoins d'investisseurs de plus en plus exigeants. C'est ainsi que de nouveaux produits comme les fonds garantis ont récemment élargi l'éventail des opportunités de placement offertes aux investisseurs en OPCVM. Au final, le paysage reste dominé par des fonds n'ayant pas atteint la taille optimale, en moyenne 5 fois plus petits que leurs équivalents américains. Les gestionnaires et administrateurs de ces fonds ne pouvant pas bénéficier pleinement d'économies d'échelle, la rémunération nette des investisseurs finaux en est réduite d'autant. Selon certaines estimations, des économies annuelles de l'ordre de 5 milliards d'euros pourraient être réalisées si les fonds de l'UE atteignaient la taille moyenne des fonds des Etats-Unis.</p> | <p><i>L'intégration insuffisante du marché renchérit les coûts pour les investisseurs.</i></p>  |
| <p>Du point de vue de la protection de l'investisseur, on peut se féliciter qu'aucun scandale financier majeur impliquant des OPCVM n'a eu lieu en Europe. La directive OPCVM a fourni une assise solide à un secteur correctement réglementé et généralement bien géré. Les limites de placement, les exigences de fonds propres, les contrôles organisationnels sur la ségrégation et la conservation des actifs, les obligations de transparence ou la mission de contrôle dont ont été investis les dépositaires sont autant de dispositions introduites par la directive qui ont apporté une contribution majeure en la matière.</p>  | <p><i>Aucun scandale financier notable ne s'est produit pour l'instant...</i></p>   |
| <p>Les évolutions récemment observées dans l'industrie européenne des fonds modifient progressivement le profil des risques dans le secteur. Des changements dans l'organisation, comme l'externalisation des fonctions opérationnelles ou les évolutions vers une architecture ouverte risquent de se solder par une augmentation du risque opérationnel ou des conflits d'intérêts. De nouveaux types de fonds, s'appuyant sur des stratégies de placement plus complexes ou sophistiquées, peuvent présenter des caractéristiques mal comprises par les investisseurs grand public. Les implications potentielles des stratégies d'investissement alternatives sur la protection des investisseurs et la stabilité financière restent mal comprises. De plus, certains produits de substitution, comme les produits ou certificats liés à des parts, disputent maintenant aux OPCVM la collecte de l'épargne à long terme alors qu'ils ne sont pas nécessairement soumis aux mêmes obligations d'information et de transparence que ces OPCVM.</p>  | <p><i>... mais le secteur évolue et les tendances actuelles sont de nature à accroître certains risques pour les investisseurs.</i></p> |
| <p>Le document de travail des services de la Commission ci-joint traite en détail les questions évoquées. Pour approfondir sa compréhension de ces problèmes, la Commission se propose de lancer des études supplémentaires visant: i) à évaluer le degré d'intégration actuel des marchés de fonds européens, ii) à apprécier s'il existe un potentiel de gains d'efficacité susceptible d'être exploité en promouvant la concurrence transfrontalière ou une organisation paneuropéenne plus rationnelle du marché, et iii) à analyser l'évolution des profils de risque dans le secteur européen de la gestion d'actifs.</p>  |   |