

FR

FR

FR



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 15.11.2006
COM(2006) 686 final

LIVRE BLANC

**LIVRE BLANC SUR L'AMÉLIORATION DU CADRE RÉGISSANT LE MARCHÉ
UNIQUE DES FONDS D'INVESTISSEMENT**

{SEC (2006) 1451}
{SEC (2006) 1452}

Introduction:

Les fonds d'investissement permettent aux petits investisseurs d'avoir accès, pour un coût abordable, à des investissements diversifiés et gérés de façon professionnelle. Les investisseurs européens auront besoin d'un secteur de gestion d'actifs compétent et bien réglementé, au fur et à mesure que le vieillissement de la population leur imposera d'être davantage responsables de leurs besoins financiers à long terme. Ce phénomène provoque déjà une forte croissance du secteur, tant en Europe que dans le monde. Les investisseurs institutionnels, y compris les fonds, sont responsables de la part croissante de l'investissement des ménages dans l'ensemble des pays du Groupe des Dix. Les fonds d'investissement représentent 12,6 % des actifs financiers détenus par les ménages européens¹. Les capitaux gérés par les fonds d'investissement dans l'UE ont quintuplé en l'espace de 12 années. Les taux de croissance devraient avoisiner les 10 % par an d'ici à 2010, ce qui porterait le montant total des actifs gérés par des fonds à plus de 8 milliards d'euros. La pierre angulaire du cadre communautaire des fonds d'investissement est la directive de 1985 sur les OPCVM. Cette directive OPCVM² a marqué l'écllosion d'un secteur européen des fonds en plein essor. Ce marché s'organise de plus en plus sur une base paneuropéenne. Le passeport des produits OPCVM est largement utilisé. En 2005, les ventes de fonds transfrontalières représentaient quelque 66 % du total des entrées nettes du secteur.

Le défi des décideurs politiques de l'Union européenne consiste à garantir que ce cadre réglementaire demeure efficace alors que la dynamique du marché et les besoins des investisseurs évoluent. Les profondes évolutions structurelles des marchés financiers européens remettent en question le système réglementaire OPCVM. Le présent livre blanc expose les vues de la Commission européenne sur les moyens de simplifier l'environnement législatif européen tout en proposant des solutions d'investissement attrayantes et sûres aux investisseurs.

Boîte: Fonds d'investissement, OPCVM et non OPCVM:

Les **fonds d'investissement** sont des instruments d'investissement spécialement constitués dans le seul but de rassembler les capitaux des investisseurs et de les investir dans un panier d'actifs diversifiés. Les investisseurs achètent les valeurs mobilières émises par le fonds sur la base des actifs sous-jacents. Le cours de ces valeurs mobilières fluctue suivant la valeur des actifs sous-jacents. De cette façon, les petits investisseurs peuvent acquérir l'équivalent d'un panier d'actifs financiers ou autres, diversifiés et gérés de façon professionnelle. Les frais généraux sont répartis entre les investisseurs, ce qui réduit le coût moyen pour chacun d'entre eux. Dans le cas des fonds ouverts, les investisseurs ont la possibilité de faire racheter leurs parts lorsqu'ils le souhaitent. Dans le cas des fonds fermés, les actifs sont bloqués pour une période déterminée.

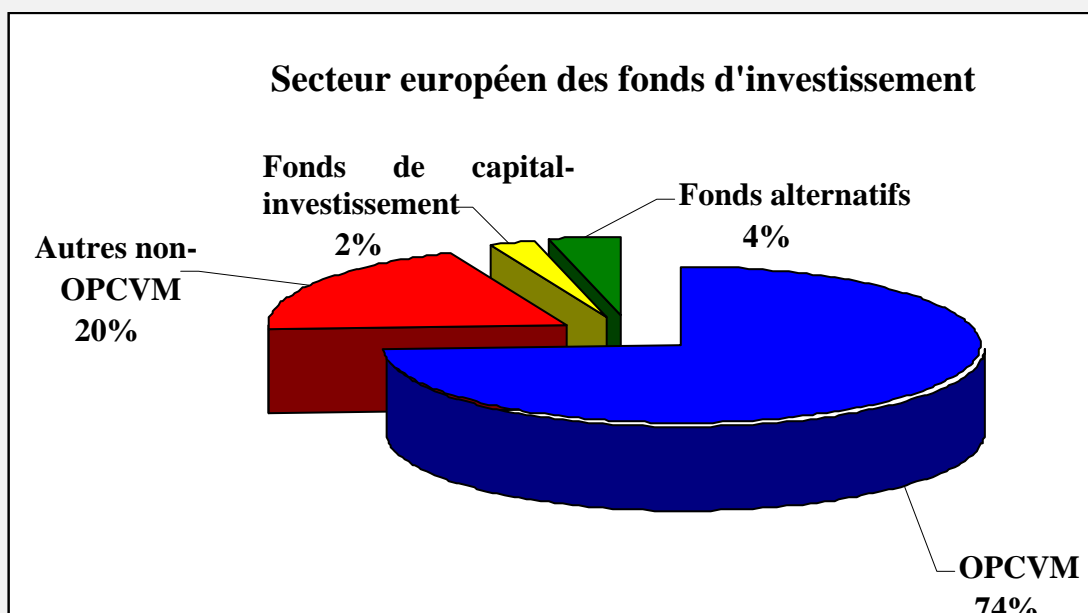
Les **OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières)** sont des fonds d'investissement établis et autorisés conformément aux exigences de la directive 85/611/CEE. Cette directive prévoit des exigences communes pour l'organisation, la

¹ EFAMA Fact Book, 2006.

² Directive 85/611/CEE du Conseil telle que modifiée par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil.

gestion et la surveillance des fonds. Elle impose des règles relatives à la diversification et à la liquidité des fonds, ainsi qu'à l'utilisation de l'effet de levier. La directive OPCVM dresse la liste des actifs dans lesquels les fonds peuvent investir. Une fois autorisé, un fonds OPCVM peut être commercialisé auprès du grand public dans toute l'Union européenne moyennant notification dans tous les États membres où il est vendu.

"Non OPCVM" est un terme global couvrant tous les fonds non harmonisés, qu'ils soient ou non soumis à une réglementation nationale. On désigne par ce terme de nombreux styles et produits d'investissement, allant des produits de détail tels que les fonds immobiliers de type ouvert à des produits plus volatils tels que les fonds de matières premières (*commodity funds*) et les fonds de capital-investissement.



Rendre le cadre actuel plus efficace:

La directive OPCVM n'est plus suffisante pour soutenir le secteur européen des fonds, à l'heure où celui-ci se restructure pour relever les nouveaux défis de la concurrence et répondre aux besoins changeants des investisseurs européens. Les principaux éléments de la directive ne remplissent plus leur fonction efficacement. Les libertés qu'elle confère sont obtenues au prix de coûts de mise en conformité inutilement élevés. Elle 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 fonds³. Les mesures envisagées dans le présent livre blanc pourraient être d'une grande importance pour les millions de ménages qui ont investi dans des fonds. Pour que les investisseurs finaux en bénéficient réellement, il faudra que la concurrence soit effective tout au long de la chaîne de valeur des fonds.

³ CRA (2006).

Relever des défis plus larges:

La portée et l'esprit de l'actuel cadre communautaire sont remis en question par de nouveaux défis:

- (1) **L'écart se creuse entre le secteur des OPCVM et la réalité du marché.** De nombreux fonds sur le marché de détail ne peuvent respecter les prescriptions de la directive en matière d'investissement: ils sont accessibles aux petits investisseurs au niveau national mais pas de façon transfrontalière. La directive a déjà été modifiée pour couvrir une gamme plus large de politiques de placement. La Commission étudie actuellement la question de savoir si les dispositions de la directive sont compatibles avec une augmentation du nombre de politiques de placement. L'innovation constante nous amène toutefois à réexaminer cette question en permanence. Le livre blanc prévoit un réexamen systématique des règles d'investissement et des performances des fonds tant harmonisés que non harmonisés.
- (2) **Les gestionnaires de fonds d'investissement seront en première ligne pour proposer aux particuliers des formules d'épargne-retraite.** Les fonds d'investissement constituent un instrument éprouvé de constitution d'un capital au fil de la vie professionnelle. Aujourd'hui, le défi consiste à transformer cette épargne en un revenu prévisible et sûr pour les investisseurs à la retraite. La course à l'élaboration de ces produits est ouverte.
- (3) **Concurrence des autres types de produits financiers.** De nombreux acteurs du marché font valoir que la gestion d'un fonds OPCVM est plus onéreuse et restrictive que la vente d'autres types de produits d'investissement, tels que l'assurance-vie (en unités de compte) ou les notes et certificats structurés. En raison des différences réglementaires et commerciales qui existent entre eux, cela n'a pas de sens de comparer ces produits. La Commission ne croit pas que la réponse réside dans l'extension de la réglementation OPCVM à tous les instruments d'épargne à long terme. Elle estime en revanche devoir s'engager en permanence sur le plan réglementaire pour garantir que tous les produits d'investissement en vente soient soumis à des règles claires qui protègent les investisseurs contre les frais excessifs ou les ventes abusives. La Commission publiera les résultats de l'étude de marché relative à cette question à la mi-2007.
- (4) **Relever le défi de la concurrence mondiale.** L'agrément OPCVM est largement reconnu dans le monde pour sa garantie de saine structuration des produits et de réglementation efficace. Innovant et bien réglementé, le secteur européen des fonds exporte déjà son savoir-faire dans d'autres régions. Néanmoins, d'autres juridictions commencent à le concurrencer. Des efforts constants seront nécessaires pour demeurer à l'avant-garde mondiale.

Renforcement du cadre actuel:

Le présent livre blanc prévoit un développement progressif du cadre existant. Il propose de moderniser et compléter ce cadre dans plusieurs domaines spécifiquement ciblés, notamment en éliminant les procédures et les frais qui n'améliorent pas sensiblement la protection de l'investisseur. Il reconnaît que le champ d'application et la conception de l'actuelle directive ne sont peut-être pas adéquats. Il conclut qu'en fin de compte, les

raisons d'entreprendre une révision fondamentale de la directive sont insuffisantes à ce stade. Il entend plutôt procéder à une analyse structurée des besoins d'adaptation du champ d'application et de l'approche réglementaire de la directive à l'évolution du marché des fonds.

Le livre blanc propose des actions dont les objectifs sont les suivants:

- (1) renforcer les libertés du marché unique pour permettre au secteur des fonds de mieux servir les investisseurs européens et mondiaux;
- (2) permettre aux investisseurs de poser des choix d'investissement en connaissance de cause et de compter sur l'aide objective et experte d'intermédiaires qualifiés;
- (3) évaluer s'il convient de mettre en place un cadre de marché unique pour permettre la vente de certains types de fonds non OPCVM aux investisseurs de détail et, dans l'affirmative, définir les modalités les plus efficaces pour ce faire;
- (4) lancer des travaux sur un régime européen de "placement privé" pour faciliter la vente de fonds et d'instruments financiers non harmonisés aux institutions et aux investisseurs avertis d'autres États membres.

Le présent livre blanc a été élaboré sur la base de larges consultations et discussions menées pendant deux ans avec les consommateurs, les acteurs du secteur et les décideurs politiques. Il se fonde sur les réponses apportées au livre vert de la Commission de juillet 2005⁴; sur trois rapports de groupes d'experts du secteur constitués pour l'occasion et sur les réponses des parties intéressées⁵; ainsi que sur une série d'initiatives ad hoc comprenant deux ateliers sur les prospectus simplifiés. Il répond en outre directement aux vives préoccupations exprimées dans le rapport du Parlement européen. Les mesures proposées dans le présent livre blanc ont également fait l'objet d'une évaluation d'impact rigoureuse.

1. ENCOURAGER UN SECTEUR EUROPEEN DES FONDS PLUS EFFICACE

En juillet 2005, la livre vert de la Commission relevait un certain nombre de défaillances dans le cadre législatif existant:

- goulets d'étranglement et ratés au niveau du passeport des produits. Les procédures de commercialisation transfrontalière prennent trop de temps, sont trop onéreuses et leur surveillance donne lieu à trop d'interférences;
- carences dans l'information fournie aux investisseurs: le prospectus simplifié n'aide pas les investisseurs ou leurs conseillers à prendre de bonnes décisions en matière d'investissements;

⁴ COM (2005) 314 final du 14.7.2005.

⁵ Rapports du groupe d'experts sur l'efficacité du marché des fonds d'investissement et du groupe d'experts sur les placements alternatifs (hedge funds et fonds de participation privés). Les rapports et les conclusions d'une audition publique sur ces rapports sont disponibles sur http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/.

- prolifération des petits fonds inefficaces: la directive ne prévoit pas de mécanismes facilitant le regroupement de fonds ou la gestion groupée d'actifs. Le marché européen des fonds est constitué de petits fonds relativement chers, ce qui accroît les coûts;
- obstacles à une spécialisation fonctionnelle et géographique. La directive impose la concentration de toutes les activités de la chaîne de valeur dans un seul État membre: seul le fonds peut obtenir un "passeport". Ces restrictions législatives empêchent le secteur des fonds de bénéficier pleinement des avantages offerts par le marché unique en termes de localisation et de spécialisation.

Les services de la Commission ont examiné ces inefficacités dans la distribution et ont évalué les effets positifs et négatifs des différents moyens d'y remédier. D'après l'évaluation d'impact, les effets positifs des actions pouvant être prises dans un certain nombre de domaines compensent nettement les coûts ou les risques qui y sont liés. Cette évaluation révèle également le manque d'éléments justifiant la prise de certains types de mesures. Le présent chapitre expose les points pour lesquels la Commission présentera sous peu des propositions visant à modifier l'actuelle directive. Certaines des libertés proposées sont complémentaires. Elles fournissent aux administrateurs et gestionnaires de fonds plusieurs possibilités d'exploiter efficacement les avantages du marché unique au moyen d'un certain nombre de modèles économiques.

1.1. Lever les obstacles administratifs à la commercialisation transfrontalière:

Avant de commercialiser un fonds dans un autre État membre, la directive OPCVM impose au gestionnaire du fonds de soumettre une documentation complète aux autorités locales concernées et d'attendre deux mois que celle-ci vérifie la conformité avec la réglementation locale en matière de publicité. Ce délai de deux mois n'est pas toujours respecté. Dans certains cas, la procédure de notification a pris de huit à neuf mois. L'actuel système de notification présente peu d'avantages patents. Il représente une dépense nette pour les acteurs du marché. Il entrave fortement la diffusion de nouveaux produits sur le marché unique.

De nombreux efforts ont été entrepris pour supprimer les principales sources de frictions administratives. Ces efforts ont débouché en juin 2006 sur les lignes directrices du CERVM⁶. Ces améliorations bienvenues n'ont toutefois pas permis de surmonter les obstacles administratifs et procéduraux qui trouvent leur origine dans les dispositions surannées de la directive.

La Commission présentera des propositions visant à modifier les articles 44 à 47 de la directive. Les procédures administratives qui doivent actuellement être suivies avant qu'un fonds puisse être commercialisé dans un autre État membre (notamment la vérification détaillée ex ante de la documentation du fonds par l'autorité d'accueil et le délai d'attente de 2 mois maximum - seront allégées. Les échanges de documents et autres se feront d'autorité réglementaire à autorité réglementaire. Des mécanismes de supervision et de coopération seront introduits pour assurer une résolution rapide des problèmes décelés. Les autorités de surveillance du pays d'accueil devraient se concentrer sur la question de savoir si la réglementation locale en matière de commercialisation et de publicité est respectée

⁶ Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières

par les intermédiaires directement responsables de ces activités dans la juridiction d'accueil plutôt que par le gestionnaire de fonds du pays partenaire.

1.2. Faciliter les fusions transfrontalières

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.

En l'absence d'un cadre communautaire qui les facilite, les fusions de fonds – lorsqu'elles sont possibles – sont complexes, prennent du temps et coûtent cher. Les fusions de fonds transfrontalières se heurtent à des obstacles particuliers, dus aux différences entre les cadres juridiques et prudentiels nationaux. En 2005, seulement 3,5 % des fusions étaient transfrontalières. Les fusions transfrontalières de fonds ne doivent pas entraîner de conséquences fiscales néfastes pour les investisseurs. Les États membres appliquent déjà des régimes fiscaux qui garantissent que les fusions entre fonds nationaux se font de manière fiscalement avantageuse. Il est essentiel que ces avantages soient étendus aux fusions avec des fonds d'autres États membres.

La Commission proposera de compléter la directive OPCVM pour créer les conditions juridiques et réglementaires appropriées à la fusion de fonds. Ces dispositions garantiront que les fusions de fonds tiennent pleinement compte des intérêts des investisseurs des fonds fusionnés. Il conviendra notamment de veiller à la notification préalable de la fusion et à permettre aux détenteurs de parts de les revendre sans frais.

En ce qui concerne la fiscalité des fusions transfrontalières d'OPCVM⁷, la Commission estime qu'il est préférable de s'inspirer de la jurisprudence de la Cour européenne de justice. Cette démarche semble plus prometteuse que le dépôt de propositions d'harmonisation de la fiscalité, qui nécessiterait le soutien unanime des 27 États membres. Se fondant sur la jurisprudence de la Cour européenne de justice, la Commission présentera une communication précisant que les régimes nationaux de neutralité fiscale doivent être étendus aux fusions de fonds domiciliés dans un autre État membre.

⁷ La plupart des OPCVM ne relèvent pas de la directive 90/434/CEE du Conseil concernant le régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions, apports d'actifs et échanges d'actions intéressant des sociétés d'États membres différents.

1.3. Regroupement d'actifs⁸

Le regroupement d'actifs (*asset pooling*) permet de gérer simultanément des actifs collectés par différents fonds, tout en maintenant une présence locale des fonds sur les différents marchés-cibles. L'expertise et les coûts d'équipes de gestion performantes peuvent ainsi être répartis sur un panier plus large d'actifs. Ces techniques sont applicables non seulement aux fonds d'investissement mais aussi potentiellement aux fonds de pension. Le regroupement est de plus en plus utilisé dans certains États membres. Le regroupement transfrontalier d'actifs est toutefois entravé par des obstacles importants.

Une version techniquement et juridiquement simple du regroupement d'actifs est le regroupement en entités (*entity pooling*). Si cette technique est actuellement exclue par les exigences de diversification de la directive OPCVM, certaines structures de regroupement en entités (telles que fonds maître-nourriciers) font l'objet d'un important soutien et s'appuient déjà sur une longue expérience. Une deuxième technique, appelée "regroupement virtuel" (*virtual pooling*), ne nécessite pas le transfert juridique des actifs vers un fonds récepteur. Ses besoins en gestion administrative et en fonctions de post-marché sont toutefois importants. Certains régulateurs émettent des réserves sur cette technique relativement nouvelle et peu éprouvée, notamment en ce qui concerne la transparence et l'applicabilité du contrat, mais également la robustesse informatique et la gestion des risques.

La Commission proposera de modifier les règles de diversification et d'autres dispositions de la directive afin de permettre une approche extensive du regroupement en entités. En élaborant la législation, la Commission étudiera en outre le bien-fondé des techniques de regroupement virtuel et évaluera la nécessité de modifier la directive pour garantir la sécurité juridique et créer les conditions d'une gestion et d'une surveillance efficaces de ces structures.

1.4. Passeport de société de gestion

Actuellement, les groupes gestionnaires doivent établir une société de gestion totalement opérationnelle dans chaque pays où ils domicilient un fonds: ils doivent respecter des prescriptions locales contraignantes et coûteuses, ce qui augmente les coûts et empêche les économies d'échelle et de spécialisation. La modification de 2001 n'avait pas permis d'introduire un passeport de société de gestion totalement efficace pour les fonds constitués en société. Il est temps de parachever le travail et d'étendre ces droits aux fonds contractuels. La Commission ne doute pas que des solutions puissent être trouvées pour répondre aux préoccupations que suscite la division des responsabilités en matière de surveillance selon qu'il s'agit de la gestion

⁸ Cette technique consiste à regrouper les actifs de différents fonds d'investissement en vue de cogérer ces actifs comme un seul panier, ce qui présente des avantages en termes d'échelle, de liquidité et d'autres avantages commerciaux. Le regroupement peut prendre la forme d'un regroupement en entités (*entity pooling*). Les actifs des fonds participants sont regroupés dans une entité juridique distincte. Les structures maîtres-nourriciers sont une forme de regroupement en entités dans laquelle les fonds nourriciers transfèrent au fonds maître tous les actifs perçus. Le regroupement virtuel (*virtual pooling*) utilise les technologies de l'information pour regrouper les actifs des fonds participants comme s'il existait un panier sous-jacent, mais sans constituer le panier en entité juridique.

ou de l'administration du fonds. Il sera nécessaire de réfléchir dûment au périmètre des services de gestion pouvant faire l'objet d'un passeport et de veiller tout particulièrement à ce que le passeport de société de gestion ne vienne pas compliquer la structuration donnée à la chaîne d'activités des fonds à des fins d'optimisation fiscale. Le passeport de société de gestion ne devra pas vider de sa substance le contrôle effectué dans le pays de domiciliation. Cela compromettrait l'efficacité de la surveillance du fonds par le dépositaire, l'un des piliers de la protection des investisseurs dans la directive OPCVM.

La Commission proposera de modifier la directive pour permettre à une société de gestion agréée de gérer des fonds constitués en société ou contractuels dans d'autres États membres. L'ampleur des services susceptibles de bénéficier du passeport devra être rigoureusement testée et validée au cours de la phase préparatoire.

1.5. Renforcement de la coopération prudentielle :

Les réformes susmentionnées du cadre réglementaire régissant le marché unique des fonds d'investissement ouvriront la voie à des opérations, des plateformes ou des structures dont la complexité juridique et technique serait sensiblement accrue. La responsabilité de la surveillance des divers acteurs intervenant dans la chaîne de valeur ainsi reconstruite pourrait incomber à des autorités de régulation différentes. Pour être efficace, la surveillance des structures et des fonctions transfrontalières doit pouvoir s'appuyer sur un engagement de coopération immédiate et sans faille des différentes autorités nationales compétentes. C'est ainsi que la rationalisation souhaitable des procédures de notification des fonds sera accompagnée de l'introduction de règles imposant à l'autorité du pays d'origine du fonds l'obligation de répondre effectivement et dans un délai approprié aux interrogations du pays partenaire. D'autres modifications – comme celles concernant le passeport des sociétés de gestion, les structures de regroupement d'actifs (*pooling*) et les fusions – exigeront d'une part une répartition claire des responsabilités incombant respectivement aux différentes autorités de surveillance et, d'autre part, une clarification des devoirs de chacune de ces autorités à l'égard de ses homologues. Tout cela permettrait de renforcer la confiance dans la robustesse des structures transfrontalières. La Commission est convaincue qu'il est possible de mettre en œuvre une coopération efficace entre autorités de surveillance pour les OPCVM, comme cela a déjà été fait pour d'autres questions sensibles d'application de la réglementation sur les valeurs mobilières (les abus de marché, par exemple). Le groupe d'experts du CERVM a déjà démontré combien il constitue un réseau efficace permettant de dégager des solutions pragmatiques aux défis prudentiels communs.

La Commission présentera des propositions visant à renforcer les dispositions de la directive OPCVM couvrant les autorités compétentes et la coopération prudentielle. Les modifications proposées s'inspireront des dispositions pertinentes de certains textes législatifs récents sur les valeurs mobilières (comme la DMIF⁹ et la directive prospectus). Les autorités de contrôle seront tenues de fournir leur appui et d'intervenir en temps utile chaque fois que des difficultés ayant leur source dans leur juridiction le rendront

⁹ Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC of 21 April 2004

nécessaire. Elles doivent être dotées de pouvoirs comparables afin de poursuivre et de sanctionner, s'il y a lieu, d'éventuelles conduites inadéquates des gestionnaires de fonds.

1.6. Gains d'efficacité réalisables sans modifications de la directive :

- **Délai d'agrément strict dans le pays d'origine.** Des délais de six semaines pour obtenir un agrément d'OPCVM ne sont pas rares. Cela pénalise sensiblement les OPCVM par rapport à d'autres produits d'investissement et à l'achat direct de valeurs mobilières. La Commission appelle donc les autorités nationales à accélérer les procédures d'agrément des fonds. Il n'est toutefois pas jugé nécessaire de prévoir une intervention du législateur communautaire à ce niveau. La "concurrence entre systèmes" doit pouvoir jouer, et les autorités nationales souhaitant doter leur pays d'un secteur des fonds dynamique ont un intérêt évident à faire le nécessaire pour mettre en place des procédures d'agrément efficaces et fiables.
- **Acheminement des messages et traitement/règlement des ordres des fonds.** Le traitement des ordres de fonds n'a pas progressé au même rythme que l'expansion du marché et les transformations des systèmes de distribution. Il se caractérise par l'importance des risques opérationnels, la longueur des délais de traitement et, inévitablement, ses coûts élevés. Toutefois, ces inefficiences ne sont pas imputables à la réglementation ou à l'interventionnisme du secteur public – elles proviennent en fait de l'inertie du secteur privé et de ses difficultés à assurer sa coordination en vue d'une transition vers des technologies supérieures ou des modèles d'entreprise plus efficaces. La Commission appelle donc le secteur européen des fonds à adopter une stratégie cohérente en vue de l'introduction progressive des améliorations requises au niveau de ces fonctions.
- **Passeport du dépositaire.** La possibilité de désigner un dépositaire établi dans un autre État membre ne semble pas offrir la perspective de gains significatifs. La rémunération des fonctions de dépositaire ne représente en effet qu'une faible proportion des coûts totaux des fonds, les gains potentiels ayant été largement atteints par le recours généralisé à la délégation. Les éventuels avantages marginaux d'une telle possibilité semblent peser de peu de poids face aux aménagements considérables qu'il conviendrait d'introduire dans la directive pour harmoniser les responsabilités et les fonctions de dépositaire. La Commission recommandera donc aux États membres de prendre un certain nombre de mesures visant à supprimer les obstacles au libre choix et à assurer une certaine souplesse dans la désignation du dépositaire par un fonds. La Commission invitera en particulier les États membres à autoriser les succursales de banques agréées dans un autre État membre à assurer les fonctions de dépositaire, et à permettre aux dépositaires de déléguer la garde/conservation de certains actifs à un dépositaire d'un autre État membre. À plus long terme, la Commission se propose de continuer à suivre attentivement l'évolution du marché des dépositaires afin d'évaluer la nécessité d'y introduire plus de souplesse et/ou d'harmonisation.

Dans ces domaines comme dans d'autres, la Commission invite les États membres à réexaminer leurs pratiques en matière d'agrément et de surveillance des fonds afin de déceler les points où des améliorations peuvent être apportées; ils les introduiraient de manière unilatérale mais en tenant compte des meilleures pratiques qui se sont imposées ailleurs dans l'UE. S'il est clair qu'une partie de l'élan nécessaire à la mise en place d'un

secteur européen des fonds prospère et dynamique proviendra des impulsions données au niveau communautaire, il n'en est pas moins tout aussi évident que les États membres, à leur niveau, peuvent prendre nombre d'initiatives en vue d'améliorer l'environnement national dans lequel opèrent les fonds d'investissement.

2. FAIRE DU MARCHÉ UNIQUE DES FONDS UNE REALITÉ PROFITANT AUSSI À L'INVESTISSEUR FINAL :

Les réductions de coûts et l'ouverture des marchés profitant au secteur doivent aussi se traduire par des améliorations tangibles pour l'investisseur final – que ce soit sous la forme d'une baisse des frais et commissions ou d'un accès aux avantages résultant de l'amélioration continue des performances des produits. Pour que cela se produise, il faudra que le secteur soit soumis à de fortes pressions en ce sens par la demande et à une vive concurrence au sein du marché unique. Les investisseurs devront pouvoir compter sur la fourniture d'informations compréhensibles et fiables leur permettant de choisir des produits compétitifs offrant les combinaisons risque-rémunération les plus attrayantes. Ils auront aussi besoin d'être sûrs de la qualité et de l'objectivité des services fournis par les conseillers et intermédiaires financiers qui leur vendent des placements dans des fonds d'investissement. Des progrès sont d'évidence nécessaires à ces deux niveaux.

2.1. Prospectus simplifié

Le prospectus simplifié a été conçu pour fournir aux investisseurs et aux intermédiaires des informations de base sur les risques possibles, les frais associés et les performances attendues au niveau du produit concerné. Mais sa création n'a manifestement pas été un succès. Dans la majorité des cas, le document est trop long ou mal compris par les personnes auxquelles il est destiné. Il a été victime des divergences dans la transposition du texte le concernant, avec parfois l'ajout de surcharges inutiles ('gold-plating') : au total, la recommandation de la Commission en la matière¹⁰ n'a guère été suivie en pratique. Tout cela a déclenché une vaste inflation de paperasse de faible valeur pour les investisseurs, mais qui a imposé des dépenses considérables au secteur des fonds.

Malgré ces défaillances, il n'en existe pas moins une forte demande pour des documents d'information standard, normalisés. Il conviendra dès lors de travailler au recentrage du prospectus simplifié, la priorité étant que celui-ci fournisse un descriptif court et aisément compréhensible des frais, risques et performances attendues qui soit d'une pertinence immédiate pour l'investisseur final. Il devrait contenir les mêmes informations de base pour tous les OPCVM, où qu'ils soient domiciliés dans l'UE. Pour ce faire, il conviendra de modifier les dispositions de la directive existante pour mieux préciser sa logique et ses principes fondamentaux, et permettre l'adoption de mesures d'application dotant ces principes d'une expression juridiquement contraignante. Ce travail permettrait de se doter d'un référentiel en matière d'informations à fournir sur les risques et les coûts, dont on pourrait ensuite s'inspirer pour d'autres produits d'investissement, par exemple pour les produits d'assurance-vie en unités de compte.

¹⁰ Commission Recommendation [2004/384/EC](#) of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC

Compte tenu des sérieuses insuffisances du prospectus simplifié, il est souhaitable d'agir sans attendre la modification de la directive et de prendre sans délai des mesures concrètes visant à y remédier. De récents ateliers ont permis de mieux cerner les points au niveau desquels le prospectus simplifié doit être amélioré. La Commission va s'efforcer de codifier des exigences améliorées en matière d'information sur les risques, les coûts et les performances dans le cadre d'une révision de sa recommandation sur ce thème. Les contributions du CERVM et des autorités nationales seraient ensuite intégrées à ce travail. Les investisseurs et les intermédiaires devront pouvoir donner leur avis sur les travaux en cours, de façon à s'assurer que le résultat final contribuera utilement à une meilleure sélection des investissements. Même si une consultation appropriée des consommateurs et des acteurs du marché prendra du temps, il est espéré que la proposition sur les améliorations de nature non législative pourra être présentée vers la mi-2008. Ces améliorations acquerraient ensuite un caractère juridiquement contraignant, avec l'entrée en vigueur des modifications de la directive.

Un approche à deux niveaux est indispensable. La directive elle-même doit être modifiée dans un sens permettant, d'une part, de clarifier les objectifs fondamentaux et les principes directeurs du prospectus simplifié et, d'autre part, d'adopter des mesures d'exécution juridiquement contraignantes afin d'assurer l'application effective et uniforme de ces principes. Préalablement à l'entrée en vigueur de la directive modifiée, la Commission réexaminera sa recommandation visant à améliorer l'information sur les risques, les coûts et les performances. Ce travail sera entrepris en étroite collaboration avec les États membres et en testant soigneusement les réactions des investisseurs, des distributeurs et du secteur lui-même.

2.2. Systèmes de distribution : donner la priorité aux intérêts des investisseurs:

Les systèmes de distribution qui fournissent des produits de fonds en réponse à la demande des investisseurs doivent fonctionner de manière efficace. Les produits qu'ils proposent doivent satisfaire aux besoins des investisseurs individuels, à des conditions compétitives. À l'heure actuelle, la distribution de fonds représente la principale composante des coûts du secteur des fonds d'investissement, sa part dans les coûts totaux variant de 46% en France à 75% en Italie.

La transition des systèmes de distribution fermés vers des architectures ouvertes ou orientées – dans lesquelles les intermédiaires proposent un éventail de produits fournis par des tiers – est en train de s'accélérer. Cette évolution peut apporter de grands avantages à l'investisseur, à condition que les fonds gérés par des tiers soient sélectionnés sur la base de critères objectifs comme le coût ou la performance attendue. Des considérations comme le niveau des commissions versées aux distributeurs par les promoteurs de fonds ne doivent pas influencer la sélection des fonds. Actuellement, les gestionnaires de fonds versent en moyenne 50% de leurs commissions de gestion à des distributeurs de fonds tiers. Il convient d'examiner si ces commissions constituent le paiement de prestations fournies, par exemple de services pré/après-vente aux clients. En ce qui concerne les conflits d'intérêts et les avantages, ils doivent faire l'objet d'une gestion appropriée ou être divulgués: les intermédiaires sont à ce niveau tenus de s'acquitter diligemment de leur devoir de précaution à l'égard de leurs clients de détail. La DMIF fournit les outils requis pour traiter efficacement ces questions, ses mesures d'exécution stipulant en particulier que les avantages envisagés doivent être divulgués et ne peuvent être effectivement consentis que s'ils sont dans l'intérêt du client.

D'une manière plus générale, la DMIF devrait contribuer à l'amélioration de la qualité des conseils que fournissent conseillers, courtiers et autres intermédiaires en investissement aux clients envisageant d'investir dans des fonds d'investissement. Elle rendra plus stricte l'obligation, qui incombe aux entreprises d'investissement plaçant des produits de fonds, de veiller à ce que ces produits soient adaptés au profil du client concerné, et de s'assurer que ce client a pleinement été sensibilisé aux avertissements concernant les risques éventuellement associés à des produits particuliers.

La Commission exercera un suivi attentif de la mise en œuvre des règles de la DMIF concernant la "conduite professionnelle" et les avantages/incitations au niveau des intermédiaires distribuant des produits de fonds. Les services de la Commission publieront un 'vade-mecum' en vue de faciliter l'application effective de ces dispositions, de sorte que les investisseurs puissent compter sur une intermédiation de fonds objective et professionnelle.

3. DES SOLUTIONS DE MARCHE UNIQUE POUR LES FONDS DE DETAIL NON HARMONISES?

Le cadre régissant les OPCVM ne couvre plus tout l'éventail des fonds d'investissement qui, sur la base de régimes nationaux fragmentés, peuvent commercialiser leurs parts auprès d'investisseurs de détail. Certaines catégories de fonds d'investissement ne sont pas compatibles avec la législation OPCVM en raison de certains aspects de leur politique de placement ou de leur structure organisationnelle. Il se peut néanmoins que leur offre soit largement accessible aux investisseurs de détail au niveau national – où sont appliquées des règles très diverses relatives aux produits ou au mode de distribution. L'absence d'un passeport est une source de frustration pour les fonds qui proposent des produits de détail bien établis, comme les fonds immobiliers ouverts (qui gèrent 150 milliards d'euros d'actifs dans l'UE), et qui souhaiteraient élargir leur commercialisation à une base d'investisseurs paneuropéenne. Les placements réalisés par les investisseurs dans des fonds non harmonisés – utilisant des méthodes de distribution diverses et soumis à des conditions ou à des restrictions variables – sont de plus en plus importants.

La Commission estime que la part des actifs gérés par le secteur des fonds non harmonisés orientés vers la clientèle de détail représente approximativement 10% du total des actifs gérés. Ce segment du secteur des fonds d'investissement est dépourvu de cadre formel qui régirait les ventes de détail transfrontalières. La question qui se pose est de savoir s'il y a lieu d'en mettre un en place. Avant de répondre par l'affirmative, il est indispensable de mieux éclairer les aspects suivants:

(1) Les caractéristiques en matière de risque et de performance des fonds en cause sont-elles compatibles avec une éventuelle commercialisation auprès d'investisseurs de détail, sans conseils particuliers?

(2) Le mécanisme de passeport apportera-t-il des avantages réels et concrets aux segments de secteur concernés, aux investisseurs et au marché au sens large, compte tenu des coûts réglementaires supplémentaires et des autres contraintes qui résulteront de la mise en place d'un tel mécanisme? Les réflexions sur ce point devront aussi viser à établir si la mise en place d'un cadre de marché unique est une option réaliste et pratique au regard de la grande diversité qui est observée, d'un État membre à l'autre, au niveau

des stratégies en matière de transactions, des catégories d'actifs, de l'ingénierie financière et des "cultures" locales en matière de placements.

(3) Si un cadre favorisant la constitution d'un marché unique est effectivement nécessaire, quelles sont les modalités les plus efficaces pour le mettre en place?

- (a) Une voie législative envisageable consisterait à étendre le champ d'application du cadre OPCVM en vigueur. Toutefois, les règles des OPCVM relatives à l'organisation des fonds et à leur politique de placement risquent alors de devoir être reformulées en profondeur dans un sens privilégiant des normes fondées sur des principes. De tels changements ne peuvent pas être entrepris sans évaluer au préalable les risques de fragilisation des principales protections des investisseurs et leur éventuelle incidence sur le marché des OPCVM au sens large. Ces aménagements du champ d'application et du contenu de la directive OPCVM rendus nécessaires pour accueillir de nouvelles catégories de fonds non harmonisés se solderaient-ils par des avantages nets substantiels tout en préservant un degré élevé de protection des investisseurs?
- (b) Serait-il possible d'introduire, parallèlement à la directive OPCVM, des régimes spécifiques couvrant des produits particuliers? Le risque à ce niveau serait de créer un environnement réglementaire fragmenté en fonction des produits, ce qui entraînerait des distorsions de marché et encouragerait l'arbitrage réglementaire. On peut aussi craindre qu'il en résulte un besoin d'ajustements perpétuels du cadre réglementaire au gré de l'apparition de nouveaux produits.

Compte tenu des incertitudes entourant l'impact probable de ces diverses options, et donc le choix de la voie à suivre, la Commission estime qu'il est à ce stade encore trop tôt pour présenter des initiatives visant à intégrer les marchés de certains fonds non harmonisés. Elle se propose néanmoins d'entreprendre une analyse systématique de tous ces aspects, y compris en consultant professionnels et experts des domaines concernés, afin de disposer d'une base factuelle solide qui devrait lui permettre, courant 2008, de prendre une décision fondée. Elle traitera en priorité le segment des fonds immobiliers, pour lesquels un groupe d'experts sera constitué.

La Commission étudiera quels sont les coûts, les avantages et les risques attendus de la mise en place d'un cadre de marché unique pour les produits de détail non harmonisés, en évaluant en tout premier lieu si ces produits sont adaptés à une commercialisation transfrontalière auprès des investisseurs. Dans tous les cas où il ressortira des recherches approfondies réalisées et des éléments fournis par le secteur, les investisseurs et les régulateurs que des arguments convaincants militent en faveur du développement de solutions de type marché unique pour certains produits non harmonisés, la Commission examinera quelles sont les options disponibles et la nature des aménagements qui seraient éventuellement requis au niveau du cadre OPCVM. La Commission fera rapport au Conseil et au Parlement sur les conclusions de cette évaluation en 2008.

Commercialisation et vente de produits aux "investisseurs qualifiés"

Il existe aussi des fonds non OPCVM qui sont généralement considérés comme mieux adaptés à des investisseurs institutionnels et autres investisseurs sophistiqués capables de prendre par eux-mêmes des décisions de placement informées. Les fonds de capital investissement ("private equity") et une bonne part des fonds alternatifs ("hedge funds") relèvent de cette catégorie. Les produits de placement proposés sont en règle générale caractérisés par un risque relativement élevé d'évolution très négative du rendement de l'investissement. Il peut également s'agir de produits incorporant de nouvelles formes de risque (liées par exemple à des difficultés d'évaluation des actifs).

Il n'existe pas d'approche européenne commune qui permettrait de distinguer les produits adaptés à une clientèle de détail de ceux qui doivent rester la chasse gardée des investisseurs professionnels. Les expériences nationales montrent qu'il n'y a pas de critères pleinement satisfaisants pour tracer une telle limite de manière définitive. La notion de produit sûr, adapté à une clientèle de détail, évolue au fil du temps, la nature des risques inhérents à de nouvelles classes d'actifs étant mieux comprise au fur et à mesure de leur arrivée à maturité.

La DMIF remplace les restrictions brutes qui prohibaient la vente d'instruments donnés à certaines catégories d'investisseurs par un système qui confie à l'entreprise d'investissement la responsabilité d'apprécier, en fonction du profil de chaque client, si un investissement particulier est adapté ou approprié pour celui-ci. Dans beaucoup d'États membres, il s'agira là d'une approche totalement nouvelle en matière de protection des investisseurs. Les autorités de contrôle devront consentir d'importants efforts pour s'assurer que les entreprises d'investissement comprennent bien ce qui est attendu d'elles. La mise en œuvre de cette approche sera soigneusement suivie afin de vérifier que les entreprises d'investissement de toute l'Europe appliquent rigoureusement ces contrôles. Les services de la Commission, en étroite collaboration avec les autorités nationales, examineront quels types de restrictions en matière de commercialisation et de vente doivent être abolis dans le contexte du passage aux règles de conduite professionnelles appliquées par l'entreprise d'investissement. Dans cet exercice, une attention toute particulière sera accordée à la commercialisation et à la vente de fonds non harmonisés dont les produits sont soumis à une probabilité relativement élevée d'évolution très défavorable du rendement de l'investissement.

Parallèlement à ce processus, la Commission entend établir un inventaire des règles et restrictions nationales qui entravent l'"offre privée" de fonds et autres instruments financiers aux investisseurs institutionnels et à d'autres contreparties éligibles. Il n'existe aucune raison impérative de protection des investisseurs qui exigerait que les régulateurs nationaux interfèrent dans les transactions financières impliquant des investisseurs professionnels qui comprennent parfaitement les risques inhérents à un investissement donné. La Commission travaillera donc à la libéralisation des transactions transfrontalières entre contreparties désignées, dans la mesure où elles s'inscriront dans le périmètre d'un régime commun des "**placements privés**". La DMIF et la directive "prospectus" ont permis de mettre en place les piliers essentiels d'un tel régime, notamment en prévoyant, pour certaines transactions, des exceptions à l'application des règles de conduite professionnelles et des restrictions aux ventes. Il conviendra néanmoins de compléter ce tableau en s'attaquant à des obstacles résiduels provenant des règles nationales sur l'agrément des produits. La Commission est convaincue que de tels arrangements apporteront une précieuse contribution à l'approfondissement des marchés européens spécialisés dans des produits pour investisseurs institutionnels du

type capital-investissement.. Sur la base d'une analyse systématique de ces règles à laquelle seront associés le CERVM et le groupe européen d'experts des marchés de valeurs mobilières ("European Securities Markets Expert Group" – ESME) récemment créé, la Commission fera rapport au Conseil et au Parlement, à l'automne 2007, sur les modalités les plus efficaces pour mettre en place une approche commune en matière de placements privés.

Les services de la Commission, en collaboration avec le CERVM et les autorités nationales, étudieront les types de restrictions à la commercialisation et à la vente qu'il conviendrait d'abolir au profit d'un système reposant sur la responsabilité des entreprises d'investissement, tenues de vendre des produits adaptés au profil des clients auxquels ils sont destinés.

Dans le cadre de ce processus, la Commission et le CERVM entreprendront un inventaire et une analyse systématiques des obstacles nationaux entravant le "placement privé" d'instruments financiers auprès d'investisseurs institutionnels et d'autres contreparties éligibles. À l'automne 2007, la Commission fera rapport au Conseil et au Parlement sur les initiatives qu'il conviendrait de prendre pour disposer d'un régime commun des placements privés pleinement opérationnel.

4. CONCLUSIONS:

Les fonds d'investissement sont progressivement devenus un pilier majeur du système financier européen et leur importance est encore appelée à croître car ils sont un des vecteurs utilisés par les investisseurs européens pour se constituer une retraite prospère. La mise en place d'un cadre réglementaire robuste et efficace est un préalable indispensable à la poursuite de l'essor des marchés européens des fonds d'investissement.

Le présent livre blanc a défini un paquet de mesures conçues pour simplifier l'environnement opérationnel des fonds d'investissement – notamment grâce à l'allègement de procédures de notification trop lourdes et à une rationalisation plus grande du prospectus simplifié. Ces mesures créeront de nouvelles opportunités aux opérateurs transfrontaliers sans pour autant imposer de coûts supplémentaires significatifs à d'autres participants du secteur. Le livre blanc constate aussi la nécessité de doter les investisseurs de meilleurs outils pour prendre des décisions informées, et de garantir qu'ils reçoivent des distributeurs de fonds une assistance objective et impartiale. Cet ensemble de mesures forme un programme cohérent dont la pertinence et l'intérêt sont immédiats pour le secteur européen des fonds et ses investisseurs.

En raison de l'importance croissante du secteur, il sera indispensable de consacrer une attention permanente à la modernisation et au développement du cadre réglementaire européen le régissant. Les modifications envisagées de la directive OPCVM ne seront peut-être qu'une étape. Du fait des innovations récentes dans les techniques et produits d'investissement, les autorités communautaires et nationales continueront à être confrontées à des questions complexes concernant le champ d'application et la conception du cadre réglementaire de l'UE couvrant les fonds d'investissement. Plutôt que de tirer des conclusions hâtives, le présent livre blanc propose d'examiner de manière plus approfondie toutes ces questions, cela en vue de permettre une discussion mieux

informée sur les politiques envisageables, lorsque ces nouveaux produits et classes d'actifs seront parvenus à maturité.

– **Annexe 1 : Liste des actions proposées par le livre blanc :**

A. Proposition de modification de la directive 85/611:

La Commission proposera des ajustements et des ajouts ciblés destinés : 1) à simplifier les mécanismes de passeport actuels et à étendre les libertés offertes aux fonds d'OPCVM et à leurs gestionnaires ; 2) à améliorer la pertinence du prospectus simplifié et son emploi effectif ; 3) à renforcer la coopération prudentielle. Les propositions de modifications législatives seront présentées en un paquet unique à l'automne 2007. Conformément aux engagements de transparence de la Commission, ses services organiseront une consultation publique sur les propositions envisagées au printemps 2007. Cette consultation sera également l'occasion d'évaluer les mesures projetées sous l'angle du rapport coût-efficacité. Certaines dispositions, nouvelles ou modifiées, de la directive prévoiront l'adoption de mesures d'exécution détaillées qui préciseront les modalités concrètes d'exercice des droits et obligations. Cela permettra d'assurer une meilleure sécurité juridique et une plus grande uniformité dans l'application des droits et des obligations résultant de la directive, ainsi qu'une plus grande souplesse d'adaptation aux évolutions des marchés et des besoins des investisseurs. Calendrier envisagé : la Commission entend publier sa proposition à l'automne 2007.

B. Actions non-législatives visant à soutenir les améliorations apportées au cadre régissant les OPCVM:

- Communication, rappelant la jurisprudence pertinente de la CEJ, clarifiant que le traitement fiscal national des gains en capital appliqué aux fusions de fonds établis localement doit être étendu aux fusions impliquant des fonds originaires d'autres États membres. Calendrier envisagé : début 2008.
- Révision de la recommandation de la Commission sur le prospectus simplifié, sur la base de l'avis du CERVM et des résultats des consultations et des tests de consommateurs. Ce travail sera entrepris parallèlement à la modification des dispositions pertinentes de la directive. Calendrier envisagé pour le démarrage des travaux : début 2007 ; achèvement prévu pour la mi-2008.
- Vade-mecum des services de la Commission sur l'application de certaines dispositions de la DMIF au placement collectif/OPCVM. Calendrier envisagé : été 2007.
- Communication/recommandation sur la délégation des fonctions de garde/conservation par les dépositaires et la désignation de succursales de banques de l'UE comme dépositaires. Calendrier envisagé : début 2008.

C. Fonds d'investissement non harmonisés:

- Examen des règles nationales régissant le placement d'instruments financiers, y compris certains fonds, auprès d'investisseurs qualifiés, et première évaluation des options envisageables pour mettre en place un régime européen commun des placements privés. Calendrier envisagé : automne 2007.

- Nouvelle étude sur les politiques d'investissement des fonds harmonisés et non harmonisés, les risques liés et les performances. Calendrier envisagé pour la publication des résultats : fin 2007.
- Constitution d'un groupe d'experts sur les fonds immobiliers de type ouvert. Publication d'un rapport à l'automne 2007.
- Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement évaluant les besoins de développement d'un cadre de marché unique régissant certains fonds non harmonisés orientés vers une clientèle de détail et examinant les options envisageables pour ce faire. Calendrier: mi-2008.