

**FR**

**FR**

**FR**



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 16.7.2008  
SEC(2008) 2264

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

*accompagnant la*

Proposition de

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives  
concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)**

**RÉSUMÉ DU RAPPORT D'ANALYSE D'IMPACT**

{COM(2008) 458 final}  
{SEC(2008) 2263}

# DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

## RÉSUMÉ DU RAPPORT D'ANALYSE D'IMPACT

### 1. REEXAMEN DE LA DIRECTIVE OPCVM

#### La directive OPCVM

La directive concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)<sup>1</sup> a été adoptée en 1985. Elle visait à créer un marché unique des fonds d'investissement en vue d'accroître les possibilités commerciales et d'investissement du secteur et des investisseurs. La directive fixait une série d'exigences à respecter par les fonds d'investissement pour être admissibles à une commercialisation transfrontalière. L'objectif principal consistait à garantir un niveau de protection élevé des investisseurs. La directive a également lancé le premier passeport de services financiers.

La directive OPCVM a été la clé du développement du marché européen des fonds d'investissement. En juin 2007, les actifs OPCVM gérés représentaient 6 000 milliards d'euros. Les OPCVM représentent environ 75 % du marché des fonds d'investissement de l'UE. En dépit de cette évolution positive, il est apparu que la directive était manifestement trop restrictive et qu'elle limitait les possibilités de développement des administrateurs et gestionnaires de fonds. Les modifications apportées en 2001 ont ouvert aux gestionnaires d'OPCVM de nouveaux domaines d'investissement mais n'ont pas remédié aux goulets d'étranglement en matière d'efficience.

Le réexamen du cadre législatif relatif aux OPCVM s'est effectué en trois étapes (voir la figure 1). En 2005, le **livre vert** de la Commission sur les fonds d'investissement<sup>2</sup> a lancé un débat public sur la nécessité d'une action au niveau communautaire, ainsi que sur sa portée. Tant les travaux des services de la Commission que la consultation des parties intéressées ont abouti à la même conclusion: il faut privilégier une modification de la directive afin d'éliminer les derniers obstacles entravant l'accès au marché et de permettre au secteur d'organiser plus efficacement la gestion et l'administration des fonds.

La réflexion s'est ensuite prolongée par un **livre blanc** sur les fonds d'investissement<sup>3</sup>, accompagné de son analyse d'impact. Ce document envisageait une série d'adaptations de nature à améliorer l'efficience du secteur sur le plan de l'offre et à renforcer son volet demande. Sur certains points, l'analyse d'impact du livre blanc concluait qu'il n'y avait pas lieu d'agir à l'échelon de l'UE, les initiatives du secteur ou les initiatives nationales étant jugées suffisantes ou préférables. Sur d'autres aspects, elle considérait l'adoption de mesures non législatives comme la solution la plus efficace au regard des coûts. Enfin, dans certains cas, l'analyse concluait à la nécessité de modifications législatives. En conséquence, le livre blanc

<sup>1</sup> Directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985, modifiée notamment par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du 21 janvier 2002, également dénommées directives OPCVM III.

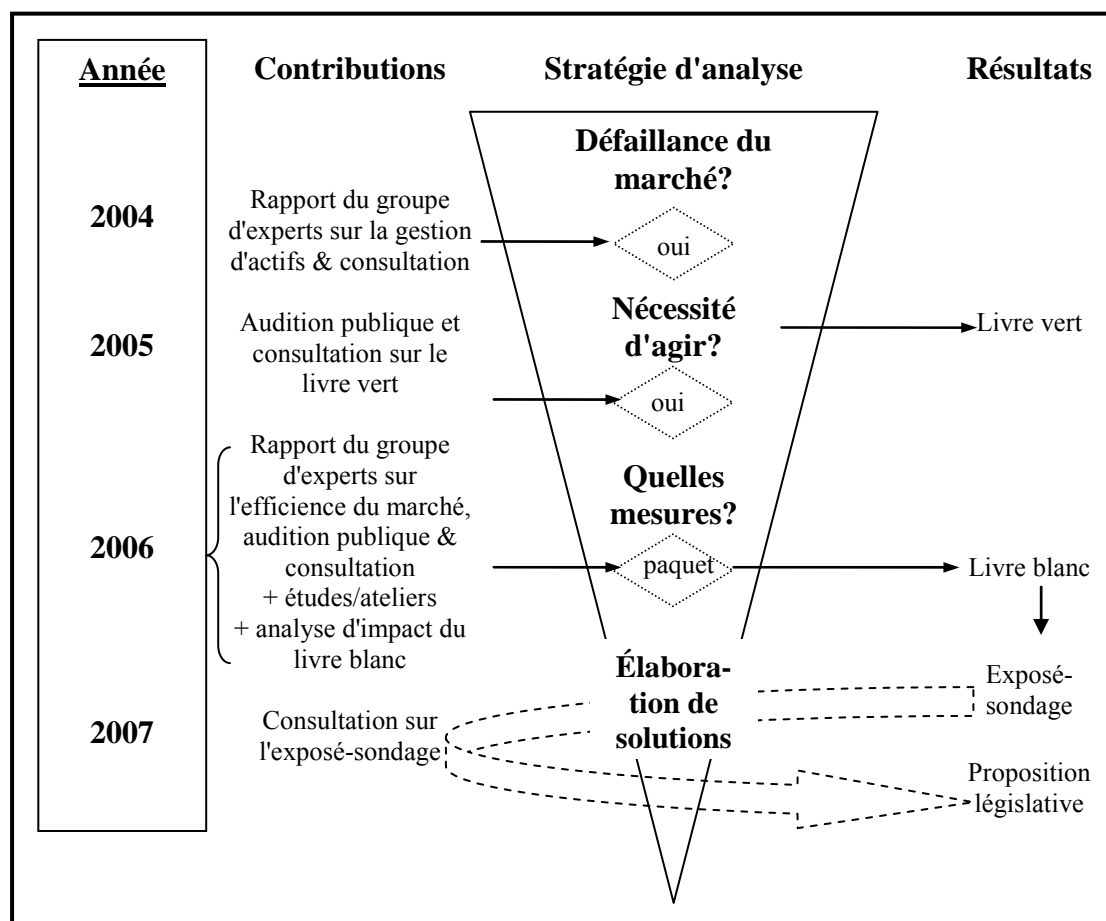
<sup>2</sup> Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE, COM(2005) 314 final du 12 juillet 2005.

<sup>3</sup> Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement, COM(2006) 686 final du 15 novembre 2006.

a annoncé un remaniement de la directive OPCVM sur les cinq points suivants: 1) la procédure de notification, 2) les fusions de fonds, 3) le regroupement d'actifs, 4) le passeport des sociétés de gestion et 5) le prospectus simplifié.

Le 22 mars 2007, la DG Marché intérieur et services a publié un «**exposé-sondage**» en vue d'une consultation publique sur la forme que devraient prendre ces modifications législatives. Cette consultation avait pour but de recueillir des réactions sur l'élaboration des mesures annoncées par le livre blanc. Les réponses reçues ont constitué un apport important et très utile à l'élaboration de l'analyse d'impact de la proposition législative.

**Figure 1: Processus de réexamen du cadre législatif régissant les OPCVM**



## 2. LISTE DES PROBLEMES NECESSITANT UNE MODIFICATION DE LA DIRECTIVE OPCVM

2.1. Obstacles à la commercialisation de fonds dans les autres États membres. La procédure de notification instaurée par la directive de 1985 est souvent longue et contraignante. Dans bien des cas, les exigences de l'autorité de régulation de l'État d'accueil sont plus strictes que celles de la directive, et le délai de deux mois n'est pas toujours respecté, si bien que la procédure est quelquefois considérée comme une seconde procédure d'autorisation du fonds. Le coût annuel direct de la gestion des notifications pour le secteur des fonds est estimé à 25 millions d'euros (qui s'ajoutent

à un coût dépassant 20 millions d'euros pour la notification initiale)<sup>4</sup>. Un problème plus important encore est celui des coûts d'opportunité liés aux retards dans la commercialisation des produits.

Se fondant sur ces constatations, l'analyse d'impact du livre blanc a recommandé d'apporter les modifications suivantes à la directive: a) réduction des délais de traitement des notifications, b) remplacement de la procédure actuelle par un mécanisme d'échange de documents entre régulateurs et c) définition précise du rôle et des responsabilités des autorités de chaque État membre.

- 2.2. Prolifération des fonds de taille insuffisante. Le marché européen des fonds se caractérise par un nombre élevé de fonds de petite taille. À la fin de 2006, 54 % des fonds européens géraient un volume d'actifs qui n'atteignait pas 50 millions d'euros. Le rapport de taille entre un fonds européen et son équivalent américain est en moyenne un rapport de un à cinq. Il est coûteux de gérer de grands paniers composés de fonds de petite taille. Cela empêche de profiter d'économies d'échelle et augmente les coûts. L'économie annuelle potentielle est estimée à 6 milliards d'euros<sup>5</sup>.

Selon l'analyse d'impact du livre blanc, deux mesures permettraient au secteur des fonds de tirer pleinement parti des économies d'échelle: 1) un cadre législatif pour les fusions de fonds (transfrontalières) et 2) la possibilité, pour les OPCVM, de procéder à des regroupements en entités.

- 2.3. Manque de souplesse dans l'organisation de la chaîne de valeur du secteur des fonds. Malgré la création, à la suite des modifications de 2001, d'un passeport pour les sociétés de gestion réservé aux OPCVM constitués en société, il est actuellement impossible aux sociétés de gestion de gérer un OPCVM dans un autre État membre. Les ambiguïtés que recèle le texte de la directive et les craintes suscitées par la scission de la surveillance ont ôté tout effet aux dispositions adoptées sur ce point en 2001. Par conséquent, les groupes de placement sont obligés de constituer une société de gestion à part entière dans chaque État membre où ils souhaitent proposer un panier de fonds.

L'analyse d'impact du livre blanc estimait de prime abord fondée l'introduction d'un passeport opérationnel pour les sociétés de gestion, à condition que des solutions pratiques et d'un coût raisonnable soient trouvées pour assurer une surveillance efficace des fonds gérés à distance et le contrôle du respect de leurs obligations.

- 2.4. Inefficacité du prospectus simplifié. Malgré les précisions apportées par la recommandation de la Commission de 2004<sup>6</sup>, le processus simplifié n'a pas réussi à procurer aux investisseurs un instrument utile sur lequel ils puissent fonder leurs décisions d'investissement. Le prospectus simplifié est trop long et complexe et ne présente, dès lors, qu'un intérêt limité pour les investisseurs. Par ailleurs, la production du prospectus simplifié est relativement coûteuse en temps et en argent pour les sociétés.

---

<sup>4</sup> «A Harmonised, Simplified Approach to UCITS Registration», EFAMA et IMA, avril 2005.

<sup>5</sup> «Building an Integrated European Fund Management Industry: cross-border mergers of funds, a quick win?», Invesco, janvier 2005.

<sup>6</sup> Recommandation 2004/384/CE de la Commission du 27 avril 2004 concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l'annexe I de la directive 85/611/CEE du Conseil.

L'analyse d'impact du livre blanc a proposé une nouvelle approche pour le prospectus simplifié, consistant à recentrer la directive sur les principes fondamentaux régissant l'obligation d'information des investisseurs, tandis que les modalités d'application (par exemple, la forme et le contenu des informations) pourraient faire l'objet de mesures d'exécution.

### **3. ÉLABORATION DES MODIFICATIONS LEGISLATIVES RECOMMANDÉES PAR LE LIVRE BLANC**

Plusieurs options ont été envisagées pour l'élaboration des nouvelles dispositions. Les critères appliqués pour départager ces options sont l'efficacité, l'intégration du marché et la protection de l'investisseur. Une synthèse de l'analyse effectuée est présentée dans le tableau en annexe.

#### **3.1. Supprimer les obstacles à la commercialisation des fonds dans les autres États membres**

##### *Procédure de notification*

L'exposé-sondage prévoyait un remaniement de la procédure de notification. Il envisageait une communication directe du régulateur de l'État d'origine au régulateur de l'État d'accueil. Les autorités d'un État membre d'accueil ne pourraient pas s'opposer à la commercialisation, dans cet État, d'OPCVM dûment autorisés.

Si, dans l'ensemble, les réactions à l'exposé-sondage font bon accueil aux propositions, des craintes ont été soulevées à propos de la possibilité donnée aux autorités de l'État membre d'accueil de contrôler l'application d'une réglementation non harmonisée en matière de publicité. Pour établir les propositions finales, les services de la Commission ont comparé deux options:

1) maintenir la vérification ex-ante<sup>7</sup>, par le régulateur de l'État membre d'accueil, des modalités de commercialisation des OPCVM en réduisant toutefois le délai imparti pour cette vérification;

2) autoriser la commercialisation immédiate des OPCVM sur le marché de l'État d'accueil, les contrôles du régulateur de l'État membre d'accueil s'effectuant ex-post d'une manière continue en se concentrant particulièrement sur les circuits de distribution locaux.

Il ressort de l'analyse que la première solution (vérification ex-ante) ne constituerait pas un progrès important par rapport à la situation actuelle. Les coûts liés à la procédure de notification ne diminueraient pas notablement. De même, l'incertitude subsisterait quant aux délais de commercialisation des OPCVM dans l'État membre d'accueil. Dans ces conditions, la procédure de notification demeurerait un obstacle à l'entrée sur le marché, en réduisant l'offre de fonds proposés aux investisseurs et en limitant le jeu de la concurrence (et, partant, son effet bénéfique sur les commissions à la charge des investisseurs). En conséquence, seule une simplification radicale de la procédure produirait des effets bénéfiques importants. C'est la deuxième solution qui s'impose dans ce cas. Il a été avancé que la suppression des

---

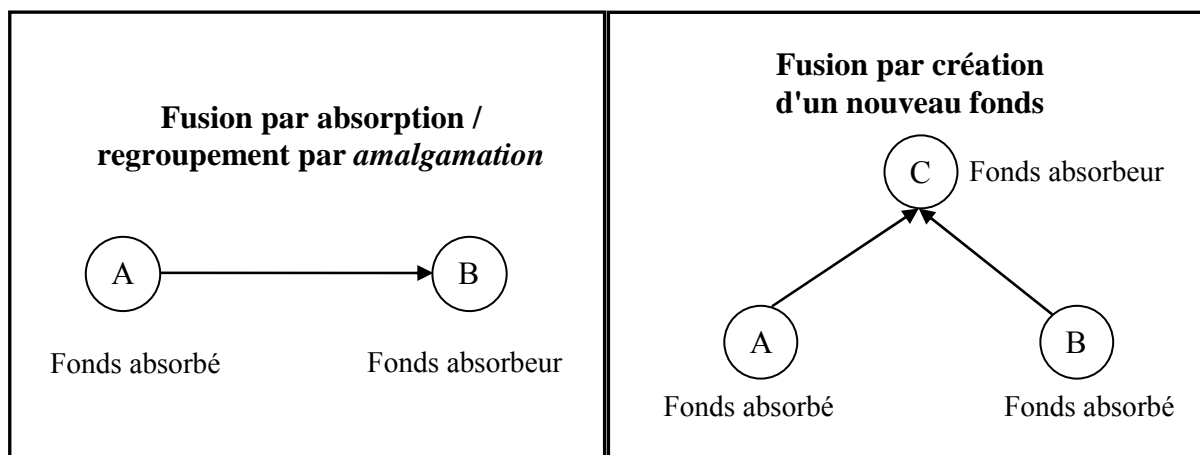
<sup>7</sup> C'est-à-dire avant la commercialisation de l'OPCVM dans l'État membre d'accueil (les vérifications ex-post s'effectuant quant à elles lorsque l'OPCVM est déjà présent sur le marché dans l'État membre d'accueil).

vérifications ex-ante du régulateur de l'État membre d'accueil risquait de fragiliser la protection de l'investisseur, mais l'analyse d'impact montre que ce risque est relativement faible.

### 3.2. Mettre fin à la prolifération des fonds de petite taille

#### a) Fusions de fonds

L'exposé-sondage présentait aux parties intéressées une ébauche de cadre réglementaire à l'échelon de l'UE pour les fusions d'OPCVM. Le cadre proposé comprenait un éventail de techniques de fusion couramment utilisées (voir les graphiques ci-dessous) et s'appliquait à la fois aux fusions nationales et transfrontalières. Une série d'exigences régissant l'approbation de la fusion par les régulateurs et des dispositions spécifiques en matière de protection de l'investisseur étaient également prévues.



D'une manière générale, toutes les catégories de parties intéressées se sont montrées favorables à l'approche proposée. Des inquiétudes ont cependant été soulevées en ce qui concerne la protection offerte à l'investisseur par les droits que lui confère la proposition. Deux options ont, dès lors, été retenues pour l'analyse d'impact:

- 1) les informations relatives à la fusion sont uniquement communiquées aux investisseurs du fonds absorbé;
- 2) les informations relatives à la fusion sont communiquées à la fois aux investisseurs du fonds absorbé et à ceux du fonds absorbeur.

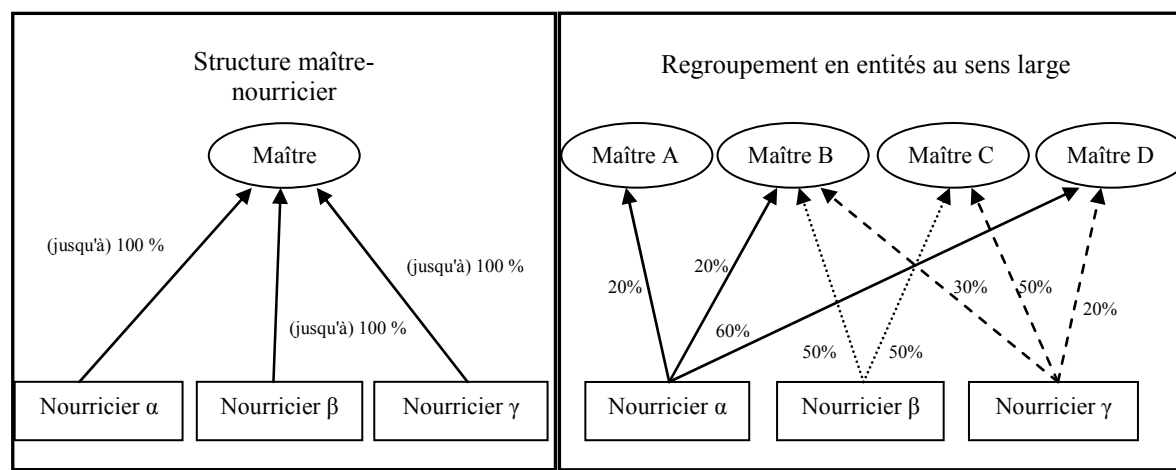
Il ressort de l'analyse d'impact qu'aucune de ces deux solutions n'est totalement satisfaisante, du point de vue de l'efficacité comme de la protection de l'investisseur. La première réduit au minimum les frais administratifs à la charge des sociétés mais suscite des craintes pour la protection de l'investisseur; la seconde réduit au minimum les risques pour la protection de l'investisseur mais représente une charge financière excessive. Le choix préconisé au terme de l'analyse réside dans une combinaison des deux solutions, qui pourrait consister à imposer la communication systématique des informations aux investisseurs du fonds absorbé mais également, dans certains cas, aux investisseurs du fonds absorbeur. Il est recommandé, par exemple, que le régulateur appelé à statuer sur la proposition de fusion évalue l'incidence potentielle de cette fusion sur les investisseurs du fonds absorbeur et décide, le cas échéant, qu'il faut les informer, eux aussi.

b) Regroupement d'actifs

L'analyse d'impact du livre blanc a retenu deux techniques de regroupement possibles: le regroupement en entités au sens large et la création de structures dites «maître-nourricier». Ces concepts sont présentés plus loin sous la forme de graphiques.

L'exposé-sondage comprenait une présentation sommaire des modifications qu'il convenait d'apporter à la directive sur les OPCVM pour créer un cadre régissant le regroupement d'actifs. Sur la base d'une première évaluation d'impact, les propositions contenues dans l'exposé-sondage se sont concentrées sur la formule maître-nourricier. Les répondants ont jugé le cadre proposé relativement contraignant. Quant à la technique retenue pour le regroupement en entités, la plupart des répondants s'y sont déclarés favorables. Un certain nombre de contributions invitaient toutefois la Commission à envisager la mise en place d'un cadre pour le regroupement d'actifs au sens large. L'analyse d'impact a, dès lors, retenu les options suivantes:

- 1) autoriser le regroupement en entités au sens large;
- 2) autoriser les structures maître-nourricier.



L'option du regroupement en entités au sens large pourrait présenter de nombreux avantages pour les sociétés du secteur. S'ils disposaient de la latitude nécessaire pour moduler la composition des fonds nourriciers, les promoteurs de fonds pourraient adapter leurs paniers de fonds en fonction des tendances et de l'évolution de la demande des investisseurs. La Commission estime cependant que l'instauration de pareille possibilité équivaldrait à affaiblir les dispositions en vigueur pour les fonds de fonds OPCVM<sup>8</sup>. L'assouplissement de ces exigences de diversification pourrait avoir d'importantes conséquences inattendues pour les investisseurs. L'analyse d'impact conclut, dès lors, que la solution maître-nourricier simple est préférable, dans un souci d'efficacité autant que de protection de l'investisseur.

<sup>8</sup> Un fonds de fonds est un fonds dont le portefeuille se compose essentiellement de fonds (et de liquidités). La directive sur les OPCVM comprend un ensemble de règles auxquelles doivent satisfaire les fonds de fonds OPCVM, parmi lesquelles l'obligation d'investir au moins dans 5 fonds.

### **3.3. Pallier le manque de souplesse en matière d'organisation**

#### *Passeport pour les sociétés de gestion*

L'exposé-sondage s'efforçait d'établir un équilibre entre la création d'un passeport global pour les sociétés de gestion et les impératifs de la surveillance. Le cadre proposé comprenait des dispositions visant à conférer un minimum de substance à la notion de domicile d'un fonds et à renforcer les mécanismes de coopération des autorités de surveillance.

À l'inverse des quatre autres points de la proposition, celui-ci a suscité des réactions très divergentes lors de la consultation sur l'exposé-sondage. Les sociétés du secteur se sont déclarées déçues par les dispositions de la proposition définissant le champ d'application du passeport. D'autres parties intéressées, principalement des autorités nationales, ont estimé que l'approche proposée ne définissait pas avec précision les responsabilités respectives des autorités de régulation. Compte tenu des questions fondamentales soulevées lors de la consultation, l'analyse d'impact a porté sur les options suivantes:

- 1) maintenir le statu quo (c'est-à-dire ne rien faire);
- 2) rendre le passeport pour les sociétés de gestion applicable aux fonds constitués en société et l'étendre aux fonds contractuels;
- 3) rendre le passeport pour les sociétés de gestion applicable aux fonds constitués en société.

Selon l'analyse de la Commission, l'absence de passeport pour les sociétés de gestion priverait effectivement le secteur de la souplesse nécessaire pour la domiciliation de fonctions et l'empêcherait de réaliser des économies. Les travaux effectués depuis l'exposé-sondage cherchent à mettre au point des dispositions qui pallient les lacunes réglementaires, les incertitudes et les charges excessives 1) en clarifiant les responsabilités respectives de l'autorité de surveillance de la société de gestion et de l'autorité de surveillance du fonds, 2) en prévoyant des mécanismes conférant à l'autorité de surveillance du fonds et au dépositaire les moyens de contrôler et d'imposer le respect des règles en vigueur au domicile du fonds et 3) en assurant que la société de gestion et son autorité de surveillance fournissent toute l'assistance nécessaire à l'autorité de surveillance du fonds et au dépositaire.

Les travaux consacrés à la mise au point des dispositions concrètes révèlent que cette façon de procéder:

- imposerait de vastes échanges d'informations et d'importantes obligations de communication entre la société de gestion, l'autorité de surveillance du fonds, l'autorité de surveillance de la société de gestion, le gestionnaire du fonds et le dépositaire;
- laisserait ouvertes de nombreuses préoccupations quant aux responsabilités des diverses parties, l'autorité de surveillance du fonds et le dépositaire étant largement tributaires de la société de gestion et de l'autorité de surveillance de la société de gestion pour satisfaire à leurs obligations. La crainte d'un décalage entre les motivations et des responsabilités a été exprimée;
- ne réglerait pas le problème du contrôle de l'application, notamment en ce qui concerne les fonds contractuels. Ces derniers constituant la seule forme d'OPCVM qui existe dans

13 États membres, l'impact économique du passeport pour les sociétés de gestion pour les fonds constitués en société paraît limité.

Eu égard à ces considérations, l'analyse d'impact conclut que le dispositif à mettre en place pour créer un passeport pour les sociétés de gestion engendrerait une importante bureaucratie et des frais administratifs élevés, sans permettre d'éliminer totalement les risques de surveillance associés à la gestion de fonds transfrontière. Les inconvénients potentiels paraissent l'emporter sur les avantages escomptés. La Commission propose, dès lors, de ne pas modifier les dispositions de la directive sur ce point mais de maintenir le statu quo, les gestionnaires de fonds assurant la gestion transfrontalière selon les principes de la délégation. La Commission a l'intention de demander au CERVM de proposer des solutions sûres, efficaces et d'un coût raisonnable qui soient de nature à installer un climat de confiance sur un ensemble de questions ayant trait à la surveillance et à la gestion du risque.

### **3.4. Remédier à l'inefficacité du prospectus simplifié**

#### *Informations clés pour l'investisseur*

L'analyse d'impact du livre blanc a proposé une liste de modifications éventuelles portant sur la longueur, le contenu et même la dénomination du prospectus simplifié (parfois considérée comme source de malentendu). Sur cette base, l'exposé-sondage a présenté une nouvelle approche en matière d'information de l'investisseur: le concept d'informations clés pour l'investisseur (ICI). Il avançait l'idée d'un ensemble d'informations objectives, claires et non équivoques. Le cadre proposé a, dans l'ensemble, été bien accueilli par les parties intéressées. Certains répondants ont néanmoins présenté des points de vue différents sur le fait que la proposition ne prévoyait pas la présentation des ICI sous la forme d'un document unique. L'analyse s'intéresse, dès lors, à l'impact des deux options suivantes:

- 1) les ICI sont fournies sous la forme d'éléments séparés qui ne sont pas nécessairement réunis dans un document unique;
- 2) les ICI sont fournies sous la forme d'un document unique et autonome.

La méthode des éléments séparés permettrait une plus grande flexibilité à l'égard de la présentation des informations, de sorte qu'il serait possible d'adapter les informations communiquées en fonction du type d'investisseur et/ou des canaux et des méthodes de communication utilisés. À l'inverse, un document unique serait très probablement plus facile à utiliser par les investisseurs et leur permettrait d'effectuer des comparaisons entre les produits. Cette possibilité de comparer les fonds devrait, à moyen terme, favoriser la concurrence et exercer une pression sur les prix (commissions). De plus, sur le plan du coût de mise en conformité, la méthode des éléments séparés supposerait des frais d'adaptation plus élevés pour les sociétés. Dans ces conditions, un document unique et autonome paraît être la solution répondant le mieux aux objectifs de protection de l'investisseur et d'efficience.

## **4. PAQUET DE MESURES PROPOSE**

Compte tenu de ce qui précède, l'analyse d'impact recommande des mesures tendant:

- 1) à simplifier radicalement la procédure de notification;
- 2) à faciliter les fusions de fonds;

- 3) à autoriser les structures (de regroupement) maître-nourricier;
- 4) à remanier en profondeur le prospectus simplifié.

Les mesures proposées doivent produire à la fois des économies statiques pour le secteur et les investisseurs et des retombées dynamiques du fait d'une concurrence accrue et de gains de productivité. Les gains d'efficacité directs permettraient d'économiser chaque année plusieurs milliards d'euros. Tous ces avantages profiteront progressivement aux investisseurs, tantôt sous la forme d'une amélioration des performances (en raison de la diminution du coût des fonds), tantôt sous la forme d'une réduction des commissions sous l'effet d'une concurrence accrue et de la possibilité offerte aux investisseurs de comparer les fonds entre eux. La plus grande souplesse en matière d'organisation et de fonctionnement des fonds et la simplification des procédures devraient créer de nouvelles possibilités commerciales et, grâce à la réduction de la charge administrative, augmenter la compétitivité du secteur par rapport aux autres produits et marchés. Un marché des fonds plus intégré offrira en outre à l'investisseur européen un plus grand choix de fonds plus performants. Le maintien du degré de protection élevé que les OPCVM assurent déjà aux investisseurs renforcera leur attrait à l'intérieur comme à l'extérieur des frontières de l'UE. À plus long terme, ces effets positifs contribueront à accroître l'efficacité économique et à améliorer la compétitivité, contribuant ainsi à la réalisation des objectifs de la stratégie de Lisbonne dans ce secteur important.

## Annexe - Récapitulatif de l'analyse d'impact

(Les solutions préconisées sont marquées en gras.)

Options disponibles	Impact sur:		Effet positif sur:
	la protection de l'investisseur	l'efficience	l'intégration du marché
<b>Notification</b>			
Vérification ex ante (des modalités de commercialisation)	+	-	non
<b>Contrôles continus ex post</b>	+/ $\approx$	+	oui
<b>Fusions de fonds</b>			
<b>Information des seuls investisseurs du fonds absorbé</b>	-	+	oui
<b>Information de tous les investisseurs<sup>1</sup></b>	+	-	non
<b>Regroupement en entités</b>			
Autorisation du regroupement en entités au sens large	-	+/-	oui
<b>Autorisation des structures maître-nourricier</b>	+	+	oui
<b>Passeport pour les sociétés de gestion</b>			
<b>Statu quo<sup>2</sup></b>	+/-	-	non
Passeport pour les fonds constitués en société et pour les fonds contractuels	--	$\approx$	oui
Application du passeport aux fonds constitués en société	-	-	oui
<b>Prospectus simplifié</b>			
Communication des ICI sous la forme d'éléments séparés	+/-	-	non
<b>Communication des ICI sous la forme d'un document unique et autonome</b>	+	+	oui

<sup>1</sup> Uniquement dans certains cas.

<sup>2</sup> Même si cette option ne semble pas clairement préférable, l'analyse a révélé d'importants problèmes de faisabilité en ce qui concerne les deux autres.

Évaluation: «+» = positive; «-» = négative;  $\approx$  = neutre.