



Bruxelles, le 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RESUME DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant le document:

**Proposition de
REGLEMENT DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU CONSEIL
relatif aux**

Fonds européens d'investissement à long terme

{ COM(2013) 462 final }

{ SWD(2013) 230 final }

1. INTRODUCTION

L'une des conséquences de la crise a été de mettre en lumière la propension excessive des investisseurs à privilégier les gains économiques à court terme, au détriment de l'objet sous-jacent des marchés de capitaux, qui est d'assurer le financement de la croissance dans l'économie réelle.

Il est nécessaire d'encourager les investisseurs à prendre des engagements à plus long terme sur des actifs tels que ceux liés à des projets d'infrastructure en y apportant du capital «patient» plutôt que de se focaliser sur les bénéfices à court terme. Si de tels placements à plus long terme représentent une immobilisation de capital pouvant durer un certain nombre d'années, ils sont susceptibles de fournir, en contrepartie, des revenus stables et prévisibles. L'économie réelle en profite également, grâce aux financements apportés aux entreprises et aux emplois créés.

Les investisseurs ayant des passifs à plus long terme, tels que les fonds de pension et les assureurs, peuvent trouver intéressants les investissements à plus long terme. Or il n'existe a priori aucun mécanisme d'investissement en commun, tel que des fonds, facilitant une telle démarche d'une manière qui tienne compte de la taille, de l'échelle et de la durée de l'engagement nécessaire dans ces investissements à long terme. C'est également là une barrière pour les petits investisseurs tels que les PME, les investisseurs fortunés et les investisseurs de détail.

La présente analyse d'impact examine si la création d'un cadre transfrontière pour les produits d'investissement à long terme, ou fonds d'investissement à long terme, serait susceptible d'encourager la demande institutionnelle et/ou des investisseurs de détail en faveur de tels actifs. Ce travail complète le livre vert de la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie européenne.

2. DEFINITION DU PROBLEME

Sources des problèmes

L'investissement dans des projets d'infrastructure à long terme, le financement des PME, etc., peut être réalisé au moyen de divers instruments financiers, participation en actions ou prêts, par exemple. Ces instruments ont souvent en commun d'être non cessibles et illiquides, avec un marché secondaire limité, voire inexistant. L'investissement dans de tels actifs peut nécessiter d'importants engagements initiaux en capital susceptibles de dissuader même les grands investisseurs institutionnels d'agir seuls, compte tenu des montants financiers requis. Contrairement au marché des actifs liquides et cessibles tels que les valeurs mobilières, il n'existe pas de cadre standard pour de tels investissements. Certains États membres prévoient des mécanismes nationaux sous la forme de véhicules d'investissement, d'autres non. Cette fragmentation empêche le développement d'un marché unique pour les investisseurs souhaitant s'exposer à des actifs à long terme qui offrent souvent des rendements prévisibles mais qui sont illiquides par nature.

L'investissement dans des actifs à long terme, que ce soit par l'intermédiaire d'instruments financiers ou d'actifs réels, comporte des risques importants lorsque ces investissements ne sont pas correctement gérés. Le premier risque est que les

investisseurs soient induits en erreur quant à la nature et aux risques des actifs dans lesquels ils investissent, parce qu'il n'existe pas d'approche harmonisée pour ces actifs. Il existe des incertitudes quant à l'identité des actifs à long terme, leurs profils de risque et de rendement et la durée pendant laquelle il est recommandé de les détenir. Le second risque est lié aux caractéristiques des actifs, à savoir leur nature illiquide. Le troisième risque est lié au fait que les fonds permettant d'accéder à ces actifs pourraient ne pas disposer de l'expertise requise pour sélectionner et suivre les actifs et adapter le profil de rendement du fonds aux besoins des clients potentiels. De ce fait, les performances de tels fonds n'ont pas toujours été conformes aux attentes, et les investisseurs ont parfois été induits en erreur sur le rendement promis.

Les problèmes

En conséquence, il n'existe aucune norme transfrontière commune comparable précisant ce qu'est un investissement ou un actif à long terme, pour quels investisseurs ils sont appropriés et comment ils fonctionnent. Cette situation contraste avec celle du marché transfrontière des actifs liquides, qui bénéficie de la normalisation que la directive OPCVM impose aux produits. Le marché des fonds OPCVM de l'Union représente 6 350 milliards d'EUR d'actifs sous gestion.

Ces facteurs ont entraîné une fragmentation du marché des véhicules d'investissement à long terme dans l'Union. De ce fait, les investisseurs ont été peu enclins à s'intéresser à ce marché étant donné que contrairement à ce qui est le cas pour les OPCVM, il n'existe pas de structure de produit reconnaissable et régulée à laquelle ils puissent se fier. La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM) va bientôt créer un passeport européen pour les gestionnaires qui souhaitent proposer des fonds non-OPCVM de manière transfrontière. Mais cette directive s'applique aux gestionnaires et non à leurs fonds. De ce fait, elle ne crée pas de règles applicables aux produits et n'instaure pas non plus de définitions des différents types de catégories d'actifs. Il est donc peu probable qu'elle permette de résoudre le problème identifié. Les plus petits investisseurs sont confrontés à des obstacles encore plus importants car la directive AIFM ne crée pas de passeport permettant aux gestionnaires de proposer des fonds d'investissement de détail transfrontières; les approches nationales vont donc rester divergentes.

Il en résulte une série d'effets indésirables. Les investissements transfrontières obligent les gestionnaires à résoudre un certain nombre de problèmes, différents selon les pays, liés aux produits et aux aspects juridiques, ce qui entraîne des surcoûts pour les fonds. La taille de ces derniers étant moindre que ce qu'elle pourrait être, les frais ont une incidence proportionnellement plus forte sur les rendements. Les investisseurs de détail n'ont pas accès aux fonds d'autres États avec lesquels ils sont familiarisés et en lesquels ils ont confiance. Les coûts restent élevés et le choix des fonds est limité. En conséquence, d'autres plus petits investisseurs et investisseurs de détails sont privés des avantages de la diversification que leur apporterait l'accès à des investissements à long terme.

L'économie réelle est également affectée, puisque cette situation limite les alternatives en matière de financement de la croissance à long terme et oblige les entreprises à s'appuyer très largement sur les financements bancaires, où l'accent est désormais mis sur les engagements à court terme. Le financement auquel les entreprises ont accès est donc limité tant du point de vue bancaire que de celui des investisseurs de détail, ce qui réduit leur capacité à investir à long terme et à générer de la croissance et de l'emploi.

3. ANALYSE DE LA SUBSIDIARITE

Les gestionnaires de fonds, les entités susceptibles de faire l'objet d'un investissement et les investisseurs sont domiciliés dans l'ensemble de l'Union. Le secteur de la gestion d'actifs étant essentiellement de nature transfrontière, la fragmentation actuelle du marché de l'investissement à long terme fait que l'efficacité du fonctionnement de ce secteur est actuellement suboptimale. Toute approche réglementaire nationale pour y remédier serait intrinsèquement limitée à l'État membre en question. L'adoption de mesures nationales de régulation des profils de produit des fonds d'investissement à long terme a entraîné la coexistence de nombreux régimes différents pour ces fonds et empêché l'émergence d'un marché à l'échelle de l'Union pour ceux qui proposent de tels fonds à leurs investisseurs.

Il est souhaitable de créer un mécanisme stable favorisant l'investissement à long terme. Un tel mécanisme pourrait contribuer à la relance économique. La longue expérience avec les OPCVM semble indiquer que des règles relatives aux produits à l'échelle de l'Union peuvent être un très bon moyen de favoriser les investissements en faveur de certains actifs.

Par conséquent, il est nécessaire d'agir au niveau européen pour créer un marché unique des fonds d'investissement à long terme.

4. OBJECTIFS

Les objectifs généraux sont les suivants: 1) accroître les moyens de financement à long terme dans tous les secteurs de l'économie et 2) renforcer la cohérence du marché unique. Pour cela, trois objectifs spécifiques doivent être atteints: 1) accroître les économies d'échelle pour les gestionnaires des fonds d'investissement à long terme, 2) élargir le choix et renforcer la protection pour les investisseurs intéressés par ces fonds et 3) accroître les flux d'investissements dans les actifs à long terme.

La réalisation de ces objectifs spécifiques nécessite à son tour que deux objectifs opérationnels soient réalisés: 1) lever les barrières au marché unique pour les fonds visant les actifs à long terme en vue d'étendre la base des investisseurs et 2) réduire les possibilités de vente abusive de véhicules d'investissement à long terme.

5. OPTIONS

Pour répondre aux deux objectifs opérationnels, l'analyse d'impact examine sept options relatives à la fois aux règles applicables aux produits et aux différents types d'investisseurs. Ces options vont du statu quo à la mise en place de règles relatives aux produits qui s'appliqueraient à des fonds d'investissement transfrontière à long terme, auxquels auraient accès tant les investisseurs institutionnels que les investisseurs de détail. Chaque option est examinée eu égard aux deux objectifs opérationnels.

Option 1	Statu quo
Option 2	Élaborer un label non contraignant et pas de passeport
Option 3	Autoriser les OPCVM qui disposent déjà d'un passeport à s'exposer dans une

	certaines mesures à des actifs à long terme
Option 4	Un nouveau fonds, le fonds d'investissement à long terme, serait créé, avec un ensemble de règles de portefeuille spécifiques quant aux catégories d'actifs à long terme éligibles en tant qu'investissements. Ce nouveau fonds ne serait ouvert qu'aux investisseurs institutionnels
Option 5	Identique à l'option 4, mais le fonds serait également ouvert aux investisseurs fortunés.
Option 6	Le fonds serait ouvert à tous les investisseurs, y compris les investisseurs de détail. Il faudrait dans ce cas des règles plus strictes de protection des investisseurs. Compte tenu de la nature à long terme des actifs, il n'y aurait pas de droits de remboursement.
Option 7	Identique à l'option 6, mais il existerait des droits de remboursement après une période de verrouillage initiale, de trois ans par exemple.

6. ANALYSE DE L'INCIDENCE DES OPTIONS PRIVILEGIEES

L'option 1, le statu quo, n'est pas acceptable car il ne fait rien pour remédier aux problèmes identifiés.

L'option 2 impliquerait des mesures non législatives visant à promouvoir une convergence des fonds qui ciblent des investissements à long terme ou qui sont commercialisés en tant que fonds d'investissement à long terme. Cela impliquerait probablement de créer un label et un code de produit volontaires. Il s'agirait d'une option dont le coût serait faible pour les gestionnaires, mais qui ne pourrait fonctionner que si les États membres décident de modifier en ce sens leurs règles nationales, de sorte qu'il est peu probable qu'elle remédie au problème de la fragmentation.

L'option 3 permettrait à un montant limité d'actifs peu liquides et non cessibles d'être détenus dans des OPCVM. Cette option donnerait aux investisseurs de détail un accès à des actifs à long terme, et fournirait un passeport aux fonds au moins partiellement investis dans des actifs à long terme. Mais elle irait à l'encontre du principe fondamental des OPCVM selon lequel les investisseurs doivent être en mesure d'obtenir à tout moment le remboursement de leurs investissements. Or c'est ce principe qui a donné aux investisseurs confiance en les OPCVM. Une modification de ce type risque de compromettre le succès des OPCVM et d'entraîner une confusion quant aux types d'actifs dans lesquels ils peuvent investir et aux risques qui y sont inhérents. Un certain nombre de gestionnaires d'actifs ont également marqué leur opposition à un tel changement, craignant eux aussi qu'il nuise au succès des OPCVM.

L'option 4 créerait un produit d'investissement à long terme reconnaissable susceptible d'être vendu à des investisseurs institutionnels dans l'ensemble de l'Union via un passeport. Ses règles seraient du même type que celles des OPCVM en ce qui concerne, par exemple, l'éligibilité des actifs, mais elles s'appliqueraient à des actifs illiquides et à long terme. Cette solution ne résoudrait pas le problème de l'exclusion des plus petits investisseurs et des investisseurs de détail, qui ne pourraient effectuer de tels

investissements et ne seraient donc pas en mesure de diversifier leur portefeuille ni de contribuer à la disponibilité globale de capitaux.

L'option 5 permettrait à des investisseurs fortunés, censés pouvoir tolérer des risques d'investissement plus élevés, d'accéder à ces fonds. Elle est identique à l'option 4 par ailleurs. Elle élargirait certes l'apport potentiel en capitaux et offrirait des possibilités de diversification à plus d'investisseurs, mais les investisseurs de détail resteraient néanmoins exclus et ne pourraient bénéficier des avantages potentiels des investissements dans ces types de fonds.

L'option 6 autoriserait les fonds tels que définis dans le scénario 4, c'est-à-dire sans possibilité de remboursement, à être commercialisés auprès des investisseurs de détail dans l'ensemble de l'UE via un passeport. Cela permettrait à un éventail aussi large que possible d'investisseurs d'accéder à ces fonds, ces derniers pouvant de ce fait compter sur un apport potentiel en capitaux maximum. Pour que de tels fonds puissent être commercialisés auprès d'investisseurs de détail, ils devraient satisfaire à des règles relatives aux produits garantissant une diversification suffisante, un traitement des conflits d'intérêts, une transparence accrue des coûts et une limitation du recours à l'effet de levier. Cela impliquerait inévitablement certains frais supplémentaires. Des règles relatives aux produits fortement améliorées et harmonisées peuvent atténuer les risques de ventes abusives, ce dont profiteront tant les investisseurs institutionnels que les investisseurs de détail, renforçant ainsi la confiance dans les actifs à long terme. Le choix d'une nature fermée pour ce type de fond a l'avantage de lui permettre d'investir dans tous les types d'actifs à long terme, une telle structure étant plus conforme au profil illiquide de ces actifs. Cette solution a le mérite d'être transparente quant au fait qu'un tel investissement représente un engagement à long terme.

L'option 7 est identique à l'option 6, à ceci près qu'elle prévoit la possibilité de remboursements. Des droits de remboursement existeraient après un délai donné, par exemple trois ans, à l'issue duquel les épargnants auraient accès à leur argent sur une base régulière. Le risque que les investisseurs de détail soient prisonniers d'investissements à l'encontre de leurs intérêts serait alors moindre, mais pas nul, compte tenu de la nature illiquide des actifs à long terme. Cela signifierait aussi que les fonds devraient maintenir une réserve de liquidité afin d'être toujours en mesure d'honorer les demandes de remboursement. De ce fait, la part d'actifs à long terme illiquides détenue par les fonds serait moindre, réduisant les avantages de la diversification du portefeuille qu'ils offrent aux investisseurs et diminuant les montants disponibles pour l'investissement dans les actifs à long terme.

Option retenue

Sur cette base, si l'on examine les options 1 à 7, l'option 6 semble offrir la plus grande efficacité et la plus grande efficience en vue d'établir une définition commune et de réduire les obstacles à l'essor d'un marché unique des fonds d'investissement à long terme. Cette option, qui inclut les investisseurs de détail, ouvrira des sources de capitaux inexploitées, et elle est la plus susceptible de réduire la fragmentation entre marchés nationaux. En outre, en permettant aux gestionnaires de commercialiser des fonds d'investissement à long terme sans droits de remboursement, elle devrait accélérer l'adoption, qui devrait être plus profonde qu'avec l'option 7 en raison de sa flexibilité. Cette option correspond aux modèles existant dans les pays qui permettent aux investisseurs de détail de réaliser ce type d'investissement.

7. SUIVI ET EVALUATION

L'évaluation de toute initiative législative est une priorité pour la Commission. Dans le cas de la présente proposition de règlement, le suivi porterait sur la croissance, ou un autre facteur analogue, du marché européen des fonds d'investissement à long terme. Si un tel marché ne se développait pas dans un délai raisonnable, une nouvelle évaluation serait nécessaire pour déterminer si les dispositions réglementaires elles-mêmes doivent être modifiées.