

PARLEMENT EUROPÉEN

2004



2009

Commission des affaires économiques et monétaires

2007/2238(INI)

18.4.2008

PROJET DE RAPPORT

contenant des recommandations à la Commission sur les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement
(2007/2238(INI))

Commission des affaires économiques et monétaires

Rapporteur: Poul Nyrup Rasmussen

(Initiative – article 39 du règlement)

Rapporteur(*):

Piia-Noora Kauppi, commission des affaires juridiques

(*) Commissions associées – article 47 du règlement

SOMMAIRE

	Page
PROPOSITION DE RÉOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN	3
ANNEXE À LA PROPOSITION DE RÉOLUTION: RECOMMANDATIONS DÉTAILLÉES SUR LE CONTENU DE LA PROPOSITION DEMANDÉE	9
EXPOSÉ DES MOTIFS.....	14

PROPOSITION DE RÉSOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN

contenant des recommandations à la Commission sur les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement (2007/2238(INI))

Le Parlement européen,

- vu la deuxième directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital¹,
- vu la quatrième directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés²,
- vu la septième directive 83/349/CEE du Conseil du 13 juin 1983 concernant les comptes consolidés³,
- vu la directive 86/635/CEE du Conseil du 8 décembre 1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers⁴,
- vu la directive 2001/23/CE du Conseil du 12 mars 2001 concernant le rapprochement des législations des États membres relatives au maintien des droits des travailleurs en cas de transfert d'entreprises, d'établissements ou de parties d'entreprises ou d'établissements⁵,
- vu la directive 2001/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 27 septembre 2001 concernant les règles d'évaluation applicables aux comptes annuels et aux comptes consolidés de certaines formes de sociétés ainsi qu'à ceux des banques et autres établissements financiers⁶,
- vu la directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés⁷,
- vu la directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM),

¹ JO L 026 du 31.1.1977, p.1.

² JO L 222 du 14.8.1978, p. 11.

³ JO L 193 du 18.7.1983, p. 1.

⁴ JO L 372 du 31.12.1986, p. 1.

⁵ JO L 82 du 22.3.2001, p. 16.

⁶ JO L 283 du 27.10.2001, p. 28.

⁷ JO L 41 du 13.2.2002, p. 20.

en ce qui concerne les placements des OPCVM¹,

- vu la directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs²,
- vu la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)³,
- vu la directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003, concernant les activités et la surveillance de institutions de retraite professionnelle (directive sur les fonds de pension)⁴,
- vu la directive 2003/51/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2003 sur les comptes annuels et les comptes consolidés de certaines catégories de sociétés, des banques et autres établissements financiers et des entreprises d'assurance⁵,
- vu la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation⁶,
- vu la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition⁷,
- vu la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers⁸,
- vu la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006, portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive⁹ (directive portant mesures d'exécution de la directive MIF),
- vu la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé¹⁰,
- vu la directive 2005/1/CE du Parlement européen et du Conseil du 9 mars 2005, visant à organiser selon une nouvelle structure les comités compétents en matière de services

¹ JO L 41 du 13.2.2002, p. 35.

² JO L 271 du 9.10.2002, p. 16.

³ JO L 96 du 12.4.2003, p. 16.

⁴ JO L 235 du 23.9.2003, p. 10.

⁵ JO L 178 du 17.7.2003, p. 16.

⁶ JO L 345 du 31.12.2003, p. 64.

⁷ JO L 142 du 30.4.2004, p. 12.

⁸ JO L 145 du 30.4.2004, p. 1.

⁹ JO L 241 du 2.9.2006, p. 26.

¹⁰ JO L 390 du 31.12.2004, p. 38.

financiers¹,

- vu la directive 2005/60/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 octobre 2005 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme,
- vu la directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte)²,
- vu la directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte)³,
- vu la directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées⁴,
- vu la directive du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance directe et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II) (COM(2008)0119 (proposition Solvabilité II),
- vu la communication de la Commission "Éliminer les obstacles aux investissements transfrontaliers des fonds de capital-risque" (COM) (2007) 0853),
- vu sa résolution du 15 janvier 2004 sur le futur de la gestion alternative et des dérivés⁵,
- vu ses résolutions du 27 avril 2006⁶ sur la gestion d'actifs, et du 13 décembre 2007 sur la gestion d'actifs II⁷,
- vu sa résolution du 11 juillet 2007 sur la politique des services financiers 2005-2010 – Livre blanc⁸ (2006/2270(INI)), notamment son paragraphe 19,
- vu sa résolution du 20 février 2008 sur les lignes directrices intégrées pour la croissance et l'emploi (Partie: grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté)/ lancement du nouveau cycle (2008-2010)⁹
- vu l'article 192, deuxième alinéa, du traité CE,
- vu les articles 39 et 45 de son règlement,
- vu le rapport de la commission des affaires économiques et monétaires et les avis de la commission des affaires juridiques et de la commission de l'emploi et des affaires sociales

¹ JO L 79 du 24.3.2005, p. 9.

² JO L 177 du 30.6.2006, p. 1.

³ JO L 177 du 30.6.2006, p. 201.

⁴ JO L 184 du 14.7.2007, p. 17.

⁵ JO C 92 E du 16.4.2004, p. 407.

⁶ JO C 296 E du 6.12.2006, p. 257.

⁷ Textes adoptés, P6_TA(2007)0627

⁸ Textes adoptés, P6_TA(2007)0338

⁹ Textes adoptés, P6_TA(2007)0058

(A6-0000/2008),

- A. considérant que les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement ne sont actuellement pas suffisamment réglementés,
- B. considérant que la condition qu'aucune proposition ne soit en préparation est satisfaite, conformément à l'article 39, paragraphe 2, du règlement,
- C. considérant que la Commission n'a pas répondu positivement aux demandes antérieures du Parlement, notamment à celles qui ont été formulées dans ses résolutions susmentionnées du 15 janvier 2004, du 27 avril 2006, du 11 juillet 2007 et du 13 décembre 2007,
- D. considérant que les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement sont des véhicules d'investissement alternatif qui représentent non seulement une part importante et croissante des actifs globaux en gestion, mais dont la présence et les activités ne cessent de s'intensifier sur les marchés financiers mondiaux,
- E. considérant que plusieurs institutions internationales, communautaires et nationales ont, bien avant la crise financière actuelle, exprimé leurs inquiétudes, en ce qui concerne les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement, à l'égard des risques qui pèsent sur la stabilité financière, des déficiences au niveau de la gestion de risques, du niveau d'endettement excessif ainsi que de l'évaluation d'instruments financiers illiquides et complexes,
- F. considérant que l'expérience montre que les fonds alternatifs ont tendance à avoir un comportement grégaire en période de turbulences du marché, suscitant en conséquence de vives inquiétudes quant à la stabilité financière,
- G. considérant que la réalisation de l'Agenda de Lisbonne requiert un investissement à long terme dans la croissance et dans l'emploi,
- H. considérant que cet investissement à long terme requiert des marchés financiers qui fonctionnent bien tant au sein de l'Union européenne qu'au plan international, contribuant ainsi à l'économie réelle,
- I. considérant que les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement créent des liquidités et une demande de produits innovants,
- J. considérant que la stabilité financière présuppose une meilleure coopération en matière de surveillance, notamment au plan mondial, laquelle nécessite, en temps utile, une révision complète des systèmes actuels de surveillance au sein de l'UE,
- K. considérant qu'une nette amélioration des niveaux de transparence à l'égard de l'opinion publique, des investisseurs et des autorités de surveillance, y compris, à l'avenir, à l'égard de tout organisme de contrôle de l'UE, est cruciale pour garantir la stabilité et le bon fonctionnement des marchés financiers et pour promouvoir la concurrence entre acteurs du marchés et entre produits,

- L. considérant que l'endettement excessif rendu nécessaire par bon nombre de transactions en rapport avec des fonds alternatifs et des fonds de capital-investissement menace la stabilité financière, compromet la réalisation des investissements à long terme, les objectifs en matière de croissance et d'emploi et qu'il est favorisé de manière déloyale par les régimes fiscaux nationaux,
- M. considérant que la récente progression du volume de transactions en capital-investissement a entraîné une nette augmentation du personnel dont les activités sont, en dernier ressort, contrôlées par des fonds de capital-investissement, alors que la législation communautaire en matière d'emploi (notamment la directive 2001/23/CE) a été élaborée dans une situation qui était différente,
- N. considérant qu'en cas de charge de la dette extrême, les opérations d'acquisition par emprunt impliquant des fonds de capital-investissement affectent la viabilité des sociétés cibles,
- O. considérant que de nombreux conflits d'intérêts naissent du modèle de gestion appliqué par les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement, ou encore des rapports entre ces instruments et d'autres acteurs des marchés financiers,
- P. considérant que si aucun élément ne prouve que ces instruments sont à l'origine de la crise financière actuelle, ces derniers ont joué un rôle dans les transactions de produits structurels non réglementés et très complexes; considérant que du fait de leur capitalisation inadéquate, ces instruments ont été volatiles face aux turbulences et ont, par conséquent, contribué à aggraver la crise,
- Q. considérant qu'afin de limiter au maximum le risque de crises financières futures, et compte tenu des fortes interactions qui existent entre les marchés et les acteurs des marchés ainsi que de l'objectif visant à établir des conditions uniformes de part et d'autre des frontières comme entre acteurs des marchés réglementé et non réglementé, l'Union européenne doit disposer d'une réglementation transfrontalière plus adaptée, plus cohérente et plus harmonisée, d'application générale,
1. demande à la Commission de présenter au Parlement, sur la base des articles 44 et 47, paragraphe 2 ou de l'article 95 du traité CE, et avant le 30 novembre 2008, une ou des propositions législatives sur les fonds alternatifs, les fonds de capital-investissement et d'autres acteurs intéressés, conformément aux recommandations détaillées en annexe;
 2. confirme que ces recommandations respectent le principe de subsidiarité et les droits fondamentaux des citoyens;
 3. estime que les incidences financières de la ou des propositions demandées devraient être couvertes par les crédits budgétaires de l'UE pour ce qui concerne (i) la création d'une autorité de surveillance de l'Union européenne, (ii) d'une agence publique de notation de crédit de l'Union européenne, et (iii) d'un organisme de certification de l'UE pour les produits structurés;
 4. charge son Président de transmettre la présente résolution ainsi que les recommandations détaillées en annexe à la Commission et au Conseil ainsi qu'aux parlements et

gouvernements des États membres.

**ANNEXE À LA PROPOSITION DE RÉOLUTION:
RECOMMANDATIONS DÉTAILLÉES
SUR LE CONTENU DE LA PROPOSITION DEMANDÉE**

1. *Recommandation 1 relative à la stabilité financière et à des mesures visant à assurer un meilleur fonctionnement des marchés financiers*

Le Parlement européen estime que l'acte législatif à adopter devrait avoir pour objectif de réglementer:

- (a) Exigences de fonds propres : les sociétés d'investissement, les compagnies d'assurance, les établissements de crédit, les fonds conventionnels (tels que les OPCVM et les fonds de pension/IRP) doivent répondre à des exigences de fonds propres. Quelle que soit la structure juridique des fonds alternatifs ou des fonds de capital-investissement, y compris les sociétés en commandite, la Commission devrait garantir l'adoption d'exigences de fonds propres appropriées au niveau de l'entité qui contrôle l'investissement du ou des fonds concernés (autrement dit la société de gestion), couvrant l'ensemble des fonds, quel que soit leur lieu d'enregistrement ;
- (b) Agence publique de notation de crédit de l'UE : La Commission devrait mettre en place une agence publique de notation de crédit de l'UE afin de promouvoir la concurrence et d'améliorer la transparence dans ce secteur. Lors de la révision de la directive 2006/48/CE, la Commission devrait également introduire une disposition selon laquelle, lorsqu'une évaluation de crédit par un organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC) est demandée pour le calcul de l'exposition pondérée en fonction du risque d'un établissement de crédit, une évaluation de crédit de l'Agence publique de notation de crédit de l'UE sera également requise ;
- (c) Liquidités: Lors de la révision de la directive 2006/48/CE, la Commission devrait introduire des exigences relatives à l'adéquation des fonds propres pondérées en fonction du risque mis en référence avec le risque des liquidités;
- (d) Évaluation: La Commission devrait proposer des règles précises d'évaluation des instruments financiers illiquides afin de mieux protéger les investisseurs et de garantir la stabilité des marchés financiers;
- (e) Prestataires de services de courtage ("prime brokers"): Les exigences de fonds propres de tout établissement assurant des prestations de services de courtage devraient être augmentées en fonction de la complexité et du manque de transparence de la structure ou de la nature des risques auxquels leurs activités avec des fonds alternatifs et des fonds de capital-investissement les exposent. À cette fin, les dispositions des directives 2006/48/EC et 2006/49/EC devraient notamment être modifiées.
- (f) Capital-risque La Commission devrait mettre en œuvre, sans délai, les mesures proposées dans la communication "Éliminer les obstacles aux investissements transfrontaliers des fonds de capital-risque", y compris une proposition de

législation visant à créer un cadre harmonisé au niveau européen pour le capital-risque et à garantir un accès transfrontalier à ce type de capital pour les PME, conformément à l'agenda de Lisbonne.

- (g) Autorité de surveillance de l'UE La Commission devrait créer une autorité de surveillance, responsable de l'ensemble des secteurs de services financiers : marchés de capitaux, titres, secteur des assurances et secteur bancaire. Il conviendrait également de déterminer si deux autorités de surveillance européennes de ce type devraient être mises en place : l'une pour la réglementation prudentielle et l'autre pour la réglementation concernant le fonctionnement des sociétés.

2. *Recommandation 2 relative à des mesures visant à assurer la transparence*

Le Parlement européen estime que l'acte législatif à adopter devrait avoir pour objectif de réglementer:

- (a) Enregistrement et agrément des sociétés de gestion et des gérants de fonds: La Commission devrait créer un cadre communautaire pour l'enregistrement et l'agrément d'entités qui contrôlent les investissements des fonds alternatifs ou des fonds de capital-investissement (en l'occurrence, les sociétés de gestion), qui devraient fonctionner sur la base d'un point d'entrée unique: une fois l'agrément obtenu, les entités concernées devraient avoir la possibilité d'exercer leurs activités dans l'ensemble de l'Union européenne. Afin de promouvoir un marché financier européen unique qui fonctionne bien, la Commission devrait veiller à ce que les sociétés de gestion communiquent les informations suivantes :
- nom et domiciliation des fonds qu'elles contrôlent,
 - identité des gérants,
 - bénéficiaires de la société et primes,
 - rémunérations des directeurs, des cadres supérieurs et autres membres du personnel responsables des investissements, et
 - contacts avec les prestataires de services de courtage ("prime brokers").

Ces informations devraient être présentées suivant un format uniforme (afin de faciliter la mise en place de la base de données proposée ci-après).

- (b) Notification (agrément) des véhicules d'investissement de gros (ou "wholesale"): Afin d'encourager les fonds à se domicilier *onshore* à l'intérieur de l'Union européenne, la Commission devrait proposer une directive distincte, sur le modèle du régime actuellement à l'examen pour les placements privés, qui s'applique à la commercialisation et à la distribution des fonds alternatifs et des fonds de capital-investissement dans l'Union européenne. Ce système devrait fonctionner sur la base d'un point d'entrée unique ; une fois l'agrément obtenu, il devrait être possible de proposer ces véhicules d'investissement de gros à des investisseurs

professionnels et institutionnels dans l'ensemble de l'Union européenne. Afin de promouvoir un marché financier européen unique qui fonctionne bien, la Commission devrait veiller à ce que les véhicules d'investissement communiquent les informations suivantes:

- stratégie générale d'investissement et notification immédiate de toute modification de celle-ci,
- coefficient d'endettement/exposition à la dette,
- commissions globales et ventilation des commissions (y compris éventuelles options sur actions ("stock options") accordées aux employés,
- origine et montant des fonds mobilisés,
- performance passée,
- système de gestion des risques et méthodes d'évaluation des portefeuilles,
- informations sur l'administrateur du fonds, et
- contribution de la société de gestion et de son personnel au fonds.

Ces informations devraient être présentées suivant un format uniforme (afin de faciliter la mise en place de la base de données proposée ci-après).

- (c) Base de données: La Commission devrait, avec l'aide de comités de niveau 3, établir une base de données des enregistrements/agréments recensant les informations concernant aussi bien les sociétés de gestion que les véhicules d'investissement, comme indiqué plus haut.
- (d) Investisseurs: La Commission et les autorités de surveillance devraient s'assurer que les investisseurs dans ces véhicules d'investissement obtiennent des informations non seulement suffisantes, mais également pertinentes et comparables (ex. prospectus simplifié/fiche d'informations pour les OPCVM).
- (e) Capital-investissement et protection des employés: La Commission devrait proposer des amendements à la directive 2001/23/CE afin que la même protection accordée aux employés par cette directive, notamment le droit d'être informé et consulté, s'applique chaque fois que le contrôle de l'entreprise ou des activités en question sont transférés suite à une transaction de capital-investissement.

3. *Recommandation 3 relative à des mesures portant sur un endettement excessif*

Le Parlement européen estime que l'acte législatif à adopter devrait avoir pour objectif de réglementer:

- (a) Limites d'endettement pour les fonds de capital-investissement: La Commission

devrait modifier la directive 77/91/CEE sur le capital afin d'introduire des dispositions fixant le niveau d'endettement approprié à un moment donné, en ce qui concerne la société cible, en tenant compte des droits légitimes des acteurs essentiels (y compris des employés). parallèlement à la fixation de ce niveau, la Commission devrait demander aux États membres d'adopter des mesures fiscales applicables en cas de dettes excessives; ces mesures pourraient prévoir notamment une annulation ou une réduction de la déductibilité des paiements d'intérêts pour la dette en question, conformément aux bonnes pratiques en vigueur dans les États membres.

- (b) Épuisement du capital: La Commission devrait modifier la directive 77/91/CEE sur le capital afin de fixer des seuils en ce qui concerne le capital de la société cible en fonction des intérêts à long terme de celle-ci. La Commission devrait également, sans délai, proposer des dispositions visant à harmoniser les exigences pour les directeurs de la société cible (membres du conseil d'administration et du conseil de surveillance) afin de garantir que les sorties de capitaux (y compris les paiements de commissions) répondent au mieux aux intérêts à long terme de la société cible, notamment en ce qui concerne ses besoins à long terme de croissance et de R & D. À cette fin, les exigences concernant la gestion des sociétés, notamment les dispositions de la directive 1978/660/EEC, pourraient être modifiées.
- (c) Limites d'endettement pour les fonds alternatifs: La Commission devrait fixer un plafond d'endettement pour les fonds alternatifs afin de préserver la stabilité du système financier de l'Union européenne.
- (d) Enregistrement des produits structurés dans l'Union européenne: La Commission devrait établir un registre public des produits structurés au sein de l'Union européenne.

4. *Recommandation 4 relative à des mesures portant sur les conflits d'intérêts*

Le Parlement européen estime que l'acte législatif à adopter devrait avoir pour objectif de régler:

- (a) Banques d'investissement ("prime brokers") – fonds alternatifs et fonds de capital-investissement: La Commission devrait évaluer si le renforcement des exigences de fonds propres pour les "prime brokers" (recommandation 1) règle de manière appropriée les conflits d'intérêts entre :
 - les "prime brokers" et les fonds alternatifs, là où les décisions des premiers en matière de crédits (opérations de prêt) sont souvent influencées par la perspective de perception de commissions des seconds (par la prestation de services de négociation),
 - les banques d'investissement et les fonds de capital-investissement, dans des situations où les décisions des premiers en matière de crédits (opérations de prêt) sont souvent influencées par la perspective de perception de commissions des seconds (par la prestation de services liés aux

transactions).

- (b) La Commission devrait également adopter des règles visant à garantir une séparation nette entre les services fournis par les sociétés d'investissement à leurs clients (tels que des services de courtage) et tous leurs autres services (y compris les services de gestion d'actifs, de négociation pour compte propre, etc.).
- Capital-investissement: La Commission devrait établir des règles permettant de régler les conflits d'intérêts entre les partenaires des fonds de capital-investissement et la direction de la société cible (ainsi que toute personne pouvant tirer un gain de la transaction). Ces règles devraient inclure une exigence de publication de toute commission ou de tout avantage perçu par les directeurs (en l'occurrence, les membres du conseil d'administration et du conseil de surveillance) ou par les employés de la société cible.
 - Agences de notation de crédit (ANC) La Commission devrait établir des règles visant à régler les conflits d'intérêts inhérents à leurs modèles actuels de gestion, et résultant de l'interaction entre les acteurs des marchés financiers actuels..
 - Accès au marché et concentration: La direction générale de la concurrence à la Commission devrait organiser une enquête sur la concentration du marché dans les secteurs des services financiers suivants: fonds alternatifs, fonds de capital-investissement, banques d'investissement (en accordant une attention particulière aux services de courtage à destination de fonds spéculatifs ou "prime brokerage") et agences de notation de crédit (ANC).

EXPOSÉ DES MOTIFS

Au cours des dernières années - bien avant que la crise financière actuelle ne se fasse jour, en août 2007 – des inquiétudes croissantes ont été exprimées à l'égard de l'impact des activités de véhicules d'investissement à fort effet de levier tels que les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement. Ces préoccupations ont été formulées par les États membres, mais également par des établissements financiers européens et internationaux. L'industrie de l'investissement alternatif - fonds alternatifs et fonds de capital-investissement – ne représente plus une "industrie de niche", mais est un acteur essentiel sur les marchés financiers.

Du fait de l'accès facile au financement de la dette, favorisé par de faibles taux d'intérêt et de fortes liquidités pendant la période comprise entre 2000 et mi 2007, et de la recherche de hauts rendements par bon nombre d'investisseurs institutionnels et autres, la part des fonds alternatifs et des fonds de capital-investissement dans les actifs globaux sous gestion s'est considérablement accrue. Ce n'est pas uniquement la progression stupéfiante du volume de ces actifs, mais également l'intensification croissante des transactions y afférentes qui font de ces instruments des acteurs majeurs sur les marchés. Or, si leur poids sur les marchés s'est accru sur les marchés, on ne peut en dire autant de leur degré de transparence.¹

Jusqu'en juin 2007 – soit quelques mois avant que n'éclate la crise financière mondiale -, des inquiétudes concernant l'existence de risques systémiques ont été exprimées dans plusieurs rapports indépendants établis par des institutions financières internationales et mises également en lumière lors de plusieurs conférences internationales. En mai 2007, le Forum sur la stabilité financière a recommandé l'adoption de nouvelles mesures par les autorités financières, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires de fonds alternatifs, afin de renforcer la protection contre d'éventuels risques systémiques liés aux fonds alternatifs et à d'autres véhicules à fort effet de levier. Des craintes analogues ont été exprimées par la BCE dans des rapports datant de 2006 et 2007. Même l'autorité britannique des services financiers (FSA) s'est déclarée, en juin 2007, préoccupée, en ce qui concerne les fonds de capital-investissement, par les abus de marché, les conflits d'intérêt et le financement d'opérations de rachat par emprunt (LBO), ainsi que par la répartition du risque qui caractérise généralement ce type de transactions.

Le Parlement européen a, dans le cadre de plusieurs rapports, formulé des recommandations, à l'intention de la Commission, sur les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement, sans obtenir de réponse. Dans sa résolution de juillet 2007, il "regrette que, jusqu'à présent, [l'engagement de la Commission à procéder à des évaluations d'impact méticuleuses, indépendantes et professionnelles] n'ait pas été mis en œuvre de façon satisfaisante". La Commission doit encore fournir une réponse à cet égard.

Le présent rapport devrait être considéré dans ce contexte particulier. La nécessité de moderniser la réglementation se fait d'autant plus sentir aujourd'hui. Les marchés financiers étant plus intégrés au plan international et plus complexes, les outils réglementaires européens doivent être modernisés - et l'Europe doit élaborer un certain nombre de mesures

¹ Cf. Document de travail du 17.03.2008 sur les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement.

réglementaires et de contrôle qui soient à la hauteur des exigences et de la complexité actuelles du marché financier. Il serait à la fois inapproprié et erroné d'agir comme si les structures réglementaires européennes actuelles, conçues pour le passé, ne devaient pas présenter le même caractère de modernité et d'innovation que les acteurs qu'elles entendent réglementer.

Fonds de capital-investissement et fonds alternatifs

Les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement sont deux types de véhicules d'investissement différents. Bien qu'ils représentent tous deux des fonds de capitaux privés peu réglementés, qui investissent et rémunèrent leurs associés-gérants par le biais d'une participation aux bénéfices du fonds, ils diffèrent par leur stratégie d'investissement et par les produits dans lesquels ils investissent.

Les fonds de capital-investissement sont "privés" en ce sens qu'ils ne sont pas cotés en bourse et qu'ils se procurent leurs capitaux auprès d'investisseurs autres que les marchés de capitaux publics. ON peut les subdiviser en fonds de capital-risque (utilisés pour financer de nouvelles entreprises), en "capital expansion" (destiné à financer la croissance d'entreprises existantes) et en fonds d'acquisitions par emprunt, dont l'objectif est généralement la privatisation d'une entreprise publique existante par le biais d'une acquisition à effet de levier élevé. De nos jours, les fonds d'acquisition représentent plus de 60% des activités du capital-investissement et devraient se situer au centre des exigences en matière de modernisation de la réglementation.

Les autorités publiques ne disposent d'informations suffisantes sur l'ampleur, la nature et l'impact des expositions aux risques du capital-investissement. Là encore, la réglementation prudentielle de l'UE (notamment la directive relative aux exigences de fonds propres) doit être revue afin d'examiner si elle dote les autorités de surveillance et autres autorités publiques des moyens nécessaires pour assumer leurs responsabilités, notamment en matière de stabilité financière.

En ce qui concerne les entreprises, les travailleurs, les retraités et les consommateurs qui sont indirectement exposés aux risques inhérents au capital-investissement, et plus particulièrement aux acquisitions par emprunt, il est très improbable que la législation actuellement en vigueur dans l'Union européenne en matière de protection des investisseurs soit appropriée, dans la mesure où l'investisseur intermédiaire (par exemple le fonds de pension) qui est directement exposé bénéficie des exemptions des investisseurs institutionnels. Il convient d'étudier comment étendre au mieux les avantages de cette législation européenne en matière de protection des investisseurs à ces catégories vulnérables.

Le problème de l'endettement lié au capital-investissement (notamment en ce qui concerne les opérations d'acquisition par emprunt ou LBO) rend un grand nombre de sociétés vulnérables et peut, par conséquent, rendre nécessaire l'adoption de règles de sous-capitalisation analogues à celles qui existent dans le domaine fiscal, mais à l'échelle de l'Union européenne. Grever le bilan de dettes équivaut à une subvention fiscale implicite, qui contribue à placer les sociétés dans une situation financière difficile tout en réduisant les recettes publiques; cette situation profite aux créanciers au lieu de permettre aux gouvernements de financer la réalisation des objectifs de Lisbonne, tels qu'une amélioration de l'éducation, des

infrastructures et de la recherche. Les sociétés cibles, qui font l'objet d'acquisitions par du capital d'investissement privé, peuvent également souffrir d'un appauvrissement de leur capital (par exemple, dans le cas du versement de dividendes excessifs aux associés-gérants de fonds d'investissements privés; transformation du capital de la société cible en dettes par la levée de réserves cachées et la vente d'actifs). Les sociétés de capital-investissement peuvent également reporter le risque sur la société cible grâce à leur structure juridique (responsabilité limitée).

Les fonds alternatifs sont des véhicules d'investissement qui recourent à des stratégies d'investissement, des techniques commerciales et des instruments financiers qui, dans une large mesure, ne sont pas encore réglementés. Ils s'adaptent rapidement à toute évolution des conditions de marché et détectent les imperfections du marché tout en recherchant des rendements absolus, sans aucune corrélation avec les rendements des marchés des actions et des obligations. Afin de maximiser ces rendements (mais, par voie de conséquence, également les pertes), ils empruntent ou réalisent des transactions dans un éventail de produits financiers complexes, certains dotés d'un effet de levier élevé (tels que les produits dérivés, les options) et recourent à des techniques de gestion dynamique telles que la vente à découvert ("short selling"). Leurs stratégies d'investissement sont extrêmement variées, depuis les stratégies liées à des situations spéciales (arbitrage sur fusions-acquisitions, stratégie dynamique, etc.), aux stratégies directionnelles de type "equity hedge" (marché action neutre, positions nettes résultantes plutôt vendeuses, etc.), en passant par les stratégies macro/opportunistes ou les stratégies d'arbitrage "valeur relative" (arbitrage de convertible à revenu fixe, volatilité, etc.). Bien que toutes ces variantes n'existent généralement pas pour d'autres véhicules d'investissement collectifs (réglementés), un grand nombre d'organismes financiers ont recours à certains d'entre eux (tels que les pupitres de négociation pour compte propre dans les banques d'investissement).

Bien que dans ce secteur, la transparence se soit améliorée ces dernières années, essentiellement suite aux pressions accrues exercées par les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension ou même les fonds de fonds alternatifs, il conviendrait d'intensifier les actions visant à accroître la transparence (rapports et divulgation d'informations, critères communs d'évaluation, gestion de risques, gouvernance interne, etc.).

La panoplie complexe de directives et de règlements communautaires et l'extrême diversité des réglementations nationales concernant les fonds alternatifs aggravent d'autant plus marquants le manque de transparence et le niveau apparemment élevé des commissions¹. Cette situation amoindrit toute pression commerciale visant à faire respecter les normes communautaires et encourage les enregistrements extracommunautaires ainsi que les investissements dans des produits extracommunautaires plutôt que communautaires.

Autres acteurs clés du marché

Les fonds alternatifs entretiennent des relations commerciales importantes avec *les banques d'investissement et les banques commerciales réglementées*. Ces dernières agissent en tant que prestataires de services de courtage (opérations de financement comprises), mais aussi en

¹ Cf aussi: Naik, Narayan, Fung, William: "Hedge Funds: Transparency and Conflict of Interest", London Business School, ECON Study, p. iii, IP/A/ECON/ST/2007-17.

tant que prestataires de services de négociation, de vente et autres services tels que la compensation ou la liquidation de positions, la garde de titres, voire l'offre de locaux de bureaux aux gérants de fonds alternatifs. Selon certaines estimations, les fonds alternatifs auraient procuré aux banques d'investissement des recettes d'un montant de 40-50 milliards de dollars US en 2006, soit approximativement 15 à 20% du total des revenus du secteur des banques d'investissement, et l'équivalent de 4% des actifs gérés à l'époque par des fonds alternatifs.¹ Le manque de transparence constaté au niveau de l'exposition globale des fonds alternatifs est dû au recours de ces fonds à des prestataires de services de courtage multiples, qui n'ont généralement pas une vue globale du profil de risque des fonds. Or, ce dernier est primordial pour le calcul des exigences en matière de capitaux. Les autorités de régulation et les autorités de surveillance ont exprimé diverses inquiétudes quant à l'éventualité de conflits d'intérêts, dans la mesure où les banques perçoivent de fortes commissions en finançant et en conseillant telle ou telle transaction tout en rivalisant parfois pour acquérir les actifs offerts. Un autre sujet de préoccupation concerne le fait que les fonds alternatifs ont parfois accès à des informations privilégiées concernant d'éventuelles fusions, ou à d'autres informations confidentielles qui pourraient affecter le cours des actions. Toute négociation qui devance la divulgation d'une information contribue à octroyer un avantage au fonds concerné. Bien que de telles pratiques soient illégales, il est, cependant, souvent difficile pour les autorités de les détecter ou d'en apporter la preuve.²

Compte tenu du fait que les fonds alternatifs investissent dans des *produits structurés*, il convient de mettre en évidence la nécessité d'améliorer l'information sur la titrisation ainsi que sur les activités de marché de "gré à gré" (marché OTC). À cet égard, il conviendrait de considérer les activités et les modèles de gestion des agences de notation de crédit (ANC).

Turbulences actuelles sur les marchés financiers

La crise financière actuelle a été déclenchée par le marché des "subprimes" aux Etats-Unis, mais s'est propagée à l'ensemble du système financier en raison de l'interconnexion entre les acteurs du marché (véhicules d'investissement, produits structurés, ANC, etc). Les marchés d'actions internationaux ont subi de lourdes pertes, et les banques centrales ont dû injecter des liquidités sur le marché afin de compenser le manque de liquidités au fur et à mesure du resserrement du crédit. Nul ne connaît l'ampleur à venir de cette crise.

Une approche cohérente

En ce qui concerne la crise financière actuelle, les causes directes ne sont pas à rechercher dans les fonds alternatifs ni dans les fonds de capital-investissement; cependant, la crise a mis en lumière la vulnérabilité des activités de ces deux types de fonds, ainsi que la forte interdépendance avec d'autres acteurs clés tels que les banques d'investissement, les véhicules de titrisation (SPV) et les ANC. Aussi ne peut-on dissocier l'élaboration d'une nouvelle réglementation plus adaptée pour les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement de la nécessité d'une réglementation plus appropriée également pour d'autres acteurs financiers. Cette interdépendance nécessite l'adoption d'une approche cohérente et logique, fondée sur

¹ Dresdner Kleinwort: "Credit Swiss, Deutsche Bank, UBS: How important are hedge funds for the investment banking industry?", Dresdner Kleinwort Equity Research, 6 février 2007, p.8.

² International Herald Tribune, 2 janvier 2007.

une réglementation «neutre», qui place tous les acteurs clés sur un pied d'égalité.

L'ensemble des investisseurs, des consommateurs et les marchés financiers tireront profit d'une réglementation appropriée et actualisée. Celle-ci favorisera la stabilité financière, la réalisation des objectifs de Lisbonne, la compétitivité à long terme des entreprises, la viabilité de l'économie mondialisée, l'emploi et la cohésion sociale. Le bon fonctionnement des marchés financiers dépend de la transparence du marché et de la confiance à son égard.

Il est nécessaire de moderniser et d'améliorer le cadre réglementaire et de contrôle actuel afin d'accroître la transparence, de résoudre les conflits d'intérêts et de favoriser la stabilité financière.