

# LE PROJET DE DIRECTIVE, FAIT SUR LA BASE DU MOINS DISANT, EST POTENTIELLEMENT DANGEREUX



**Pervenche Bérès**

Présidente de la Commission de l'emploi et des affaires sociales du Parlement européen

Le législateur européen doit aller vers une réglementation qui rendra les marchés de capitaux plus efficace et les investisseurs mieux protégés. Le projet actuel, écrit dans la hâte, est insuffisant et potentiellement dangereux. Au vu des nouveaux équilibres au sein du Parlement européen, l'issue des négociations sur ce projet de texte est incertaine.

L'un des premiers textes soumis à l'examen de la Commission économique et monétaire du Parlement européen nouvellement élu sera la proposition de directive de la Commission européenne sur l'encadrement des gestionnaires de fonds alternatifs. Soucieux de faire taire les critiques quant à son manque de réactivité dans la crise, le président de la Commission européenne, José Manuel Barroso, a fini par céder à la pression exercée par le Parlement européen en présentant ce texte le 29 avril 2009, trop tard pour que l'Assemblée européenne puisse s'en saisir avant les élections du 7 juin dernier.

La mobilisation de certains gouvernements pour une régulation des fonds spéculatifs et d'investissements privés dans un contexte de crise a également joué un rôle dans la décision de la Commission d'exercer son pouvoir d'initiative en la matière. Mais parallèlement aux initiatives de la présidence allemande du G8 au sommet de Heiligendamm (juin 2007), c'est le Parlement européen et le Parti socialiste européen qui ont clairement identifié le besoin de régulation de ce segment des marchés financiers et qui ont fait campagne en ce sens.

## DES MARCHÉS ALTERNATIFS DEVENUS MAJEURS

Le constat établi par Poul Nyrup Rasmussen, ancien Premier ministre danois et président du Parti socialiste européen, dans une étude publiée en mars 2007, et donc avant la crise financière, était le suivant : si les fonds spéculatifs et les fonds d'investissements privés (ou fonds de capital-investissement) existent depuis de nombreuses années, l'ampleur de leur croissance et leur interconnexion avec de nombreux autres acteurs de marché posent aujourd'hui un réel défi à nos sociétés ainsi qu'aux structures, à la transparence et aux pratiques commerciales sur les marchés financiers. Initialement produits innovants intervenant à la marge, ils ont pris une part majeure dans le fonctionnement des marchés financiers. Ceci nécessite de les insérer dans toute réflexion sur le partage des responsabilités et sur le fonctionnement d'un point de vue global des marchés financiers, au-delà de la logique de chaque acteur pris individuellement. Or, souvent installés dans des centres *offshore*, ils échappent pour l'essentiel aux législations en place. Il est donc de la responsabilité du législateur



de faire en sorte que l'évolution vers une réglementation et une supervision adéquates se traduise par une plus grande efficacité sur les marchés des capitaux, un financement efficace des investissements à long terme, une réelle transparence et une prévention des risques systémiques.

Par la suite, le Parlement européen s'est saisi du sujet. Dans une résolution adoptée le 23 septembre 2008 et dont l'auteur était également Poul Nyrup Rasmussen, le Parlement a formulé quatre séries de recommandations législatives à l'intention de la Commission européenne :

- imposer des exigences de fonds propres aux fonds alternatifs, aux fonds de capital-investissement et aux prestataires de services de courtage ;
- améliorer la transparence des fonds alternatifs et des fonds de capital-investissement en créant un cadre communautaire pour l'enregistrement et l'agrément des sociétés de gestion d'une part et des véhicules d'investissement de gros d'autre part ;
- éviter tout endettement excessif. À cet égard, la Commission européenne pourrait limiter le niveau d'endettement des fonds de capital-investissement et inciter les États à prendre des mesures fiscales dissuasives en cas de dettes excessives ;
- contrôler les conflits d'intérêts entre les différents acteurs.

## DES RÉPONSES IMPARFAITES

Après plus de six mois d'attente ponctués de vifs échanges par lettre entre les députés européens Poul Nyrup Rasmussen, Martin Schulz, président du groupe socialiste au Parlement européen, et moi-même, présidente de la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, d'un côté, et le président de la Commission européenne José Manuel Barroso, de l'autre, la proposition qui a fini par être présentée par la Commission européenne paraît notablement insuffisante et même potentiellement dangereuse. Elle repose sur trois principes :

- tous les acteurs présentant un risque systémique pour le système financier doivent être régulés. On retrouve ici les engagements pris lors du G20 de Londres. Mais au lieu d'une réglementation directe des fonds, la proposition de directive est centrée sur leurs gestionnaires qui ont l'obligation de s'enregistrer auprès de leurs autorités nationales et d'appliquer des règles opérationnelles et de transparence, dès lors que le montant de leurs actifs gérés atteint le seuil de 100 millions d'euros ;
- en contrepartie du respect de ces obligations, les gestionnaires se voient conférer un passeport leur permettant de commercialiser leurs fonds dans toute la Communauté ;

- le bénéfice de ce passeport est réservé pendant trois ans aux fonds domiciliés dans l'Union, mais serait automatiquement élargi aux fonds et à leurs gestionnaires non européens sous réserve de conditions d'équivalence et de réciprocité avec les pays tiers concernés.

Les sujets conflictuels déjà identifiés dans les travaux préparatoires du Parlement européen et lors des discussions au Conseil – qui a commencé ses travaux en juin sous présidence tchèque – et qui feront également l'objet de débats et d'amendements au Parlement européen sont les suivants :

- le seuil d'exemption de 100 millions d'euros, bien qu'inférieur à ce qui avait initialement été craint, permet à certains fonds d'échapper à tout contrôle. Les premières versions de la proposition de la Commission européenne prévoyaient un seuil encore plus élevé. Les réactions préalables à leur publication ont conduit à une correction du chiffre. Simplement en écho aux conclusions du G20 à Londres, on peut considérer que cette proposition introduit le ver dans le fruit, dès lors qu'elle reprend à son compte l'idée qu'il ne faudrait surveiller que les entités "systémiques", si ce n'est que cette définition a priori est des plus critiquées ;
- l'exigence d'enregistrement ne concerne que les gestionnaires de fonds et non les fonds eux-mêmes. On retrouve là l'approche prévalant au Royaume-Uni quant au mode d'intervention vis-à-vis de ces fonds. Pendant

« Initialement produits innovants intervenant en marge des marchés, les fonds de gestion alternative, ont pris une place majeure dans les marchés financiers. Il faut les insérer dans toute réflexion sur le fonctionnement d'un point de vue global des marchés financiers. »

RB

BANQUE  
STRATÉGIE

CAHIER DE PROSPECTIVE BANCAIRE & FINANCIÈRE

DOSSIER

## GESTION DES RISQUES

En partenariat avec

ineum   
consulting™

à paraître  
le 15 septembre

**“Les positions du Royaume-Uni et de l’Allemagne ne semblent pas conciliables. Les acteurs de marché brandissent le spectre de la perte massive d’emplois sur la place de Londres et de la fuite des capitaux vers des sites à fiscalité complaisante.”**

longtemps, la Commission européenne s’est opposée à ceux qui plaidaient pour une législation européenne des fonds au motif que celle-ci n’était pas nécessaire puisque de telles législations existaient “avec succès” dans les principaux États membres concernés. Force est de reconnaître que la Commission a accepté de franchir le pas dans un contexte politique bien particulier, y compris au regard de la campagne engagée par le président de la Commission pour sa propre réélection. Mais elle l’a fait sur la base du moins disant en termes de modèle existant ;

- aucune exigence n’est imposée au regard de la domiciliation du fonds. Au bout de la période de transition de trois ans et d’un processus de reconnaissance d’une équivalence qui reste à définir, un fonds *offshore* serait traité de la même manière qu’un fonds européen. Ceci pose un sérieux problème en termes de protection des investisseurs, puisqu’un fonds régi par la loi d’une juridiction *offshore* ne peut pas apporter le même niveau de protection des investisseurs qu’un fonds régi par une loi européenne ;

- de même, le signal donné à l’industrie n’est pas satisfaisant non plus. Dans une telle configuration, l’incitation à délocaliser le fonds *offshore* pour bénéficier d’une fiscalité attractive tout en conservant les avantages du marché intérieur sera très forte ;

- la transparence reste insatisfaisante tant du point de vue des investisseurs que des autorités chargées de la supervision et l’information et la consultation des employés en cas de rachat par effet de levier reste à parfaire ;

- enfin, le niveau d’endettement, que ce soit pour les fonds spéculatifs ou pour les fonds de capital-investissement n’est pas plafonné, ce qui peut laisser craindre le retour de tous les excès que nous avons déjà connus et qui ont aggravé la crise. Or, les fonds d’investissement, parce qu’ils agissent par endettement, mettent souvent en cause le droit du travail des entreprises

qu’ils rachètent et font peser des risques importants sur les salariés.

La négociation qui s’engage est d’autant moins aisée que les clivages au sein même du Conseil sont marqués. La présidence suédoise s’est fixé pour objectif de conclure un accord au sein du Conseil avant la fin de l’année et d’entamer les négociations avec le Parlement. Or celui-ci ne désignera son rapporteur, issu du groupe PPE, qu’en septembre. Au Conseil, les positions du Royaume-Uni, défenseur de la City, et de l’Allemagne, en campagne électorale, semblent irréconciliables. Les acteurs de marché brandissent le spectre de la perte massive d’emplois sur la place de Londres, de la fuite des capitaux vers des sites à fiscalité, régulation et supervision complaisante et arguent du fait que cela ne ferait que retarder la sortie de crise. Ils dénoncent également un manque de coordination avec les initiatives américaines et reprochent au régulateur un amateurisme certain.

### DES NÉGOCIATIONS DIFFICILES EN PERSPECTIVE...

Au vu des nouveaux équilibres au sein du Parlement européen et du contexte de renouvellement de la Commission, l’issue de la négociation est incertaine.

Il reste qu’il ne s’agit pas pour nous de diaboliser ces structures, mais de tirer les leçons de ce que nous savions avant la crise et que celle-ci a rendu encore plus criant. Ces fonds, par l’effet de masse qu’ils ont acquis, doivent être intégrés dans les mécanismes de surveillance des marchés financiers. Ils ne sont peut-être pas à l’origine de la crise, mais ils ont incité et permis notamment au secteur bancaire de prendre des risques qui se sont avérés systémiques. L’important dans la négociation qui s’ouvre est de ne pas perdre la perspective large. Or, c’est d’une certaine manière le principal reproche que l’on peut faire à la proposition de la Commission européenne. Elle paraît datée, encore marquée par une approche des marchés financiers uniquement préoccupée d’une logique de marché intérieur et donc éventuellement de protection des investisseurs, mais ignorante des aspects macroéconomiques. De plus, sur cette base, elle rend l’argument de la concurrence avec les marchés américains pertinent alors que la proposition européenne devrait être “surdéterminée” par la nécessité d’optimiser le financement de l’économie, d’assurer la stabilité des marchés financiers et d’éviter les risques systémiques en assumant d’être à l’initiative d’une législation exemplaire à l’échelle internationale. ■