

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



**FABRICE
BUSSIÈRE**
Direction
juridique
Amundi

Directive du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

La survenance de la crise financière en 2007 a mis en évidence le rôle et l'importance joués par les gestionnaires de fonds non coordonnés sur les marchés d'instruments financiers, et au premier rang d'entre eux, les fonds alternatifs, plus connus sous le terme de *hedge funds*¹. Les stratégies et les risques inhérents à ces fonds ne pouvaient en conséquence demeurer non régulés, quand bien même certains États membres, à l'image de la France, avaient déjà adopté un cadre réglementaire précis pour ces activités². La directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) 1060/2009 et (UE) 1095/2010³ poursuit ainsi l'objectif d'établir un cadre réglementaire applicable aux gestionnaires d'OPCVM non coordonnés, et de permettre en conséquence l'émergence d'un marché intérieur pour ces activités (directive appelée également AIFM, pour *Alternative Investment Fund Managers*).

La directive du 8 juin 2011 a vocation à s'appliquer uniquement aux gestionnaires de fonds alternatifs, laissant la partie « produits » régie par les seules réglementations nationales. Comme le relève la directive (considérant n° 10), « il serait disproportionné de réglementer la structure ou la composition des portefeuilles des FIA gérés par des gestionnaires au niveau de l'Union, et il serait difficile de parvenir à une harmonisation aussi large du fait de la grande diversité des FIA gérés par les gestionnaires ». Il s'agit donc d'une directive « acteur », quand bien même il est toujours délicat de dissocier clairement les réglementations « acteurs » et « produits ». L'idée centrale de cette nouvelle directive est simple, et s'inspire de celle déjà éprouvée par la directive n° 2009/65/CE OPCVM du 13 juillet 2009 : en contre-

partie d'un agrément accordé par les États membres aux gestionnaires de fonds alternatifs, la directive reconnaît à ces derniers, sous certaines conditions, un passeport pour commercialiser leurs produits dans l'Union européenne (passeport produits) et la possibilité de gérer à distance des fonds alternatifs (passeport acteur)⁴. S'articulant autour de dix chapitres, la nouvelle directive s'attache principalement à définir les régimes applicables au gestionnaire et au dépositaire ainsi que les conditions de commercialisation des fonds non coordonnés dont ils assurent le fonctionnement.

Il convient tout d'abord de définir le champ d'application de la directive. Il faut se référer à la notion cadre de fonds d'investissement alternatifs (FIA). Seules les personnes morales dont l'activité habituelle est la gestion de FIA relèvent de la directive. Ces instruments financiers sont définis largement. Deux critères sont posés par la directive (article 4) : les FIA sont des organismes de placement collectif (OPC) qui 1) « lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs, et 2) ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 » de la directive OPCVM. À l'exception des OPCVM coordonnés, exclus expressément du champ d'application de la directive, tous les OPC tombent sous le coup du nouveau texte, quelle que soit leur forme (ouvert ou fermé, FCP, SICAV ou autre). Le FIA peut être domicilié ou non dans un État membre. Ainsi, les OPCVM non coordonnés à vocation générale, les OPC, les FCPR ou les OPCVM à règles d'investissement allégées relèvent par exemple du nouveau régime. À cet égard, la notion de fonds d'investissement alternatifs utilisée par la directive est trompeuse, laissant entendre que seuls les *hedge funds* sont concernés, ce qui n'est pas le cas. On relèvera que la notion d'OPC, plus large que celle d'OPCVM, n'est pas définie par la directive. On pourra se reporter à l'énumération des OPC dressée par le règlement général de l'AMF. Tout FIA doit désigner un gestionnaire unique, chargé de veiller au respect de la directive (article 5-1).

Le gestionnaire d'un ou plusieurs FIA (établis dans

1. V. S. Puel et O. Bernardi, « Projet de directive AIFM : état des lieux d'un texte à l'avenir incertain », *Bull. Joly Bourse* mars-avr. 2010, § 24, p. 188 ; C. Malecki, « La future réglementation des *hedge funds* : l'Europe financière doit-elle passer à la vitesse supérieure ? », *Bull. Joly Bourse*, mars-avr. 2010, p. 86 ; F. Bussièrre, *Banque & Droit* n° 128, nov.-déc. 2009, p. 56.
2. Notamment via la mise en place de programmes d'activités adaptés aux stratégies d'investissement déployées par la société de gestion (ex. gestion alternative, *private equity*).
3. Publiée au JOUE du 1^{er} juill. 2011.

4. Sur ces deux types de passeport sous la nouvelle directive OPCVM, V. D. Lukacs, « Les nouveaux régimes de passeports sous OPCVM IV », *Bull. Joly Bourse* mars-avr. 2010, § 20, p. 165.

L'Union ou dans un pays tiers) doit obtenir un agrément d'une autorité compétente de son État membre (article 6-1). C'est une nouveauté importante. Jusqu'alors, aucun texte européen ne régissait ces acteurs, qui demeureraient régis par leur État membre⁵. La délivrance d'un agrément obéit, de manière fort classique, à des conditions tenant aux dirigeants, aux actionnaires du gestionnaire, à un niveau de fonds propres minimum⁶, au dépôt d'un programme d'activité et à la fourniture de certaines informations, notamment sur les stratégies d'investissement mises en place ainsi que sur les politiques et les pratiques de rémunération (articles 6 et s.) Les conditions sont proches de celles requises par le Code monétaire et financier pour l'agrément d'une société de gestion française. Pour certains types de FIA, notamment ceux recourant à l'effet de levier ou ceux qui acquièrent le contrôle de sociétés non cotées, la directive soumet les gestionnaires à des contraintes particulières (articles 25 et s.). La directive exclue de son champ d'application, et de manière limitative, certaines institutions (article 2-3) ou applique un régime allégé en faveur des gestionnaires de faible taille (article 3).

L'agrément ainsi délivré par l'autorité compétente vaut pour tous les États membres (article 8-1). Cette mesure de reconnaissance mutuelle permet au gestionnaire de commercialiser ses produits dans l'Union (v. ci-dessous), mais également de gérer à distance des FIA relevant d'un autre État membre (article 33), à l'image de ce qui est prévu par la directive OPCVM. Les activités pouvant être exercées par un gestionnaire de FIA sont énumérées à l'annexe I de la directive, outre celles mentionnées par la directive OPCVM, si le gestionnaire de FIA est déjà agréé en vertu de ce dernier texte. En effet, celui-ci peut demander un agrément pour gérer des FIA, sans pour autant déposer nécessairement un nouveau dossier d'agrément auprès de son État membre (article 7-4). Le retrait d'agrément relève d'une procédure définie à l'article 11 de la directive. La directive (articles 14 et s.) s'attache à définir la politique de conflit d'intérêts, la politique de gestion des risques et de la liquidité ainsi qu'une méthode d'évaluation des actifs se trouvant en portefeuille. Un expert externe indépendant pourra assurer cette fonction d'évaluation des actifs. Enfin, la directive du 8 juin 2011 (articles 22 et s.) astreint les gestionnaires à des obligations de transparence, tant vis-à-vis des investisseurs que vis-à-vis des autorités compétentes des États membres. Ces exigences de transparence sont renforcées pour les stratégies à effet de levier et de *private equity*. Un registre public centralisé des gestionnaires et des FIA gérés et/ou commercialisés dans l'Union par ces gestionnaires sera tenu à jour par l'Autorité européenne des marchés financiers.

L'autre innovation importante de la directive AIFM concerne le dépositaire. Jusqu'à présent, cet acteur essentiel des OPCVM n'a jamais été régulé au niveau européen. La difficulté de définir ses fonctions et ses responsabilités

avaient conduit à écarter ce sujet lors de l'élaboration de la directive OPCVM IV. La défaillance de la banque Lehman Brothers en 2008 a mis en exergue cette difficulté⁷. La nouvelle directive (article 21) pose le principe selon lequel « pour chaque FIA qu'il gère, le gestionnaire veille à ce qu'un seul et unique dépositaire soit désigné ». Le dépositaire est soit un établissement de crédit, soit une entreprise d'investissement ayant leur siège statutaire dans l'Union, voire une autre catégorie d'établissement définie par la directive (article 21-3). Naturellement, comme sous la Directive OPCVM, le gestionnaire ne peut être le dépositaire d'un FIA, et ce, pour prévenir tout conflit d'intérêts. Pour la même raison, un courtier principal agissant comme contrepartie du FIA ne peut être désigné comme dépositaire, sauf à démontrer que la fonction de dépositaire de ce courtier est distincte et autonome de celle de sa banque d'investissement⁸. Le dépositaire doit être établi dans l'État du FIA, si celui-ci est domicilié dans l'Union européenne (article 21-5).

La mission du dépositaire est définie aux articles 21-7 et s. Il doit notamment veiller au suivi adéquat des flux de liquidités du FIA, assurer la garde des actifs, s'assurer que les souscriptions/rachats ainsi que le calcul de la valeur des parts sont conformes au droit national, exécuter les instructions du gestionnaire sauf si elles sont contraires au droit national applicable ou aux documents constitutifs du FIA. La directive (article 21-10) précise que les actifs sous la garde du gestionnaire ne peuvent être réutilisés sans l'accord du gestionnaire. On relèvera que les délégations sont encadrées strictement. L'article 21-12 pose le principe que « le dépositaire est responsable à l'égard du FIA ou à l'égard des investisseurs du FIA, de la perte par le dépositaire, ou par un tiers auquel la conservation avait été déléguée, d'instruments financiers conservés ». La directive ajoute que « en cas de perte d'instruments financiers conservés, le dépositaire restitue des instruments financiers de type identique ou le montant correspondant au FIA ou au gestionnaire agissant pour le compte du FIA sans retard inutile. Le dépositaire n'est pas responsable s'il peut prouver que la perte résulte d'un événement extérieur échappant à son contrôle raisonnable et dont les conséquences auraient été inévitables malgré tous les efforts raisonnables déployés pour l'éviter ». La responsabilité du dépositaire née d'une perte d'instruments financiers, créant à sa charge une obligation de restitution. Or, la notion de perte n'est pas définie par la directive. Il conviendra d'affiner rapidement la notion, même si l'étendue de la responsabilité du dépositaire dépendra également, en pratique, de la nature des actifs dont il assure la conservation. Le dépositaire peut s'exonérer de sa responsabilité si la conservation d'instruments financiers doit être assurée par une entité locale à laquelle le dépositaire ne peut déléguer la fonction de dépositaire (article 21-14). Enfin, il faut souligner que la responsabilité

5. En France, ces gestionnaires sont désignés sous le vocable de SGP de type II, par opposition aux SGP de type I qui relèvent de la directive OPCVM.

6. Le gestionnaire externe d'un FIA doit disposer d'un capital de 125 000 euros, complété de fonds propres supplémentaires lorsque la valeur des FIA qu'il gère excède de 250 millions d'euros.

7. V. Cass. Com. 4 mai 2010, RD bancaire et fin., juin-juill. 2010, obs. I. Riassetto ; Banque & Droit juill.-août 2010, p. 24, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, p. 38, F. Bussière ; Ph. Goutay, « Responsabilité du dépositaire, le débat est-il clos ? », Banque & Droit n° 132, juill.-août 2010, p. 9.

8. Sur le fonctionnement du *prime brokerage*, V. F. Bussière et S. Puel, Revue Banque n° 657, avr. 2004.

du dépositaire peut être mise en cause directement ou, de manière plus étonnante, « indirectement par l'intermédiaire du gestionnaire » (article 21-15).

Une fois agréé, le gestionnaire établi dans l'Union peut commercialiser le FIA auprès d'investisseurs professionnels dans tous les États membres (articles 31 et s. directive). La reconnaissance de ce droit est toutefois soumise à une notification préalable du gestionnaire transmise à son État membre d'origine, dans les conditions définies par l'annexe IV de la directive. Cette commercialisation ne peut intervenir qu'auprès des investisseurs professionnels au sens de la directive 2004/39/CE MIF (Marché d'instruments financiers) du 21 avril 2004. Par exception, les États membres peuvent autoriser la commercialisation d'un FIA auprès d'investisseurs de détail, quitte à édicter des conditions de commercialisation plus strictes (articles 43). Ainsi, des OPCVM comme les OPCI ou les FCPR seront toujours commercialisables auprès d'une clientèle non professionnelle. On relèvera que le passeport ne se justifie qu'en cas de commercialisation du FIA. Par commercialisation, la directive (article 4) entend « une offre ou un placement, direct ou indirect, à l'initiative du gestionnaire ou pour son compte, de parts ou d'actions d'un FIA qu'il gère, à destination d'investisseurs domiciliés ou ayant leur siège statutaire dans l'union ». Un investisseur peut donc souscrire de sa propre initiative dans un FIA sans qu'une déclaration soit déposée par un gestionnaire. Il est notable de relever que la directive (article 34 et s.) prévoit des dispositions particulières applicables aux gestionnaires et/ou FIA établis dans des pays tiers à l'Union européenne. On se souvient que la question de l'ouverture du marché européen aux fonds *off shore* a été particulièrement

discutée lors de l'adoption du texte⁹.

La directive du 8 juin 2011 vient donc parfaire le cadre réglementaire européen de la gestion d'actifs pour le compte de tiers, en harmonisant l'activité des gestionnaires d'OPC non coordonnés. Il dresse également le régime du dépositaire, qui est au centre des discussions d'une prochaine réforme de la directive OPCVM (UCITS V). Toutefois, à la différence de la directive OPCVM de 2009, les États conservent leurs prérogatives pour régir les FIA. Les États membres devront transposer la directive le 22 juillet 2013 au plus tard. Un réexamen de l'application et du champ d'application de la directive devra être mené au plus tard le 22 juillet 2017, consistant à « analyser l'expérience acquise lors de l'application de la présente directive, son impact sur les investisseurs, les FIA ou les gestionnaires, dans l'Union et les pays tiers et le degré de réalisation des objectifs de la directive » (article 69). Dans l'attente, des consultations sont en cours pour préparer l'adoption des textes de niveau II. L'ESMA vient ainsi de publier une consultation sur les mesures d'exécution de la directive AIFM, traitant notamment des règles applicables aux dépositaires¹⁰. ■

9. S. Puel et O. Bernardi, « Projet de directive AIFM : état des lieux d'un texte à l'avenir incertain », *op. cit.*

10. ESMA, Consultation paper, « ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive », juill. 2011, disponible sur le site internet de l'ESMA.