

### La réforme des Opcvm et ses limites

**La réforme des Opcvm présente une réelle avancée pour la protection des investisseurs et les attentes des professionnels. Certaines difficultés d'applications nationales risquent cependant de ralentir la transposition des directives européennes dans chacun des États membres.**



**EVELYNE BESSEAU**

Fondé de pouvoir  
Mazars et Guérard  
Administrateur  
de l'Adicecei

Pour joindre l'Adicecei,  
adresse e-mail :  
<http://adicecei.com>

“La notion de groupe qui apparaît dans le calcul des ratios relatifs à la division des risques peut présenter des difficultés dans son appréhension.”

EN 2002, DEUX DIRECTIVES RELATIVES AUX Opcvm ont été publiées au JO des Communautés européennes (2000/107/CE et 2000/108/CE). Les États membres ont jusqu'au 13 août 2003 pour les transposer et jusqu'au 13 août 2004 pour les mettre en application. Cette réforme résulte d'un consensus obtenu «à l'arraché» entre les différents acteurs de la gestion de l'épargne en Europe, et devait répondre à une attente très forte de la part de certains pays, notamment de la France, compte tenu de l'importance de son industrie en la matière – 7 000 Opcvm représentant un encours global de 800 milliards d'euros selon le rapport annuel de la COB. Les objectifs que s'étaient assignés les membres du groupe de travail étaient ambitieux et certains aspects de la gestion des Opcvm sont restés dans l'ombre. Comme dans d'autres domaines où elle organise la création d'un marché unifié des capitaux, l'Union européenne poursuit ici l'objectif d'organiser en son sein un marché unique des Opcvm. Ceci requiert l'amélioration de l'information des souscripteurs, ainsi que le rattrapage de l'évolution des marchés par l'ouverture des Opcvm à de nouveaux produits financiers et par l'autorisation de nouvelles techniques de gestion.

#### L'ÉLARGISSEMENT DU CHAMP D'INVESTISSEMENT DES OPCVM D'OPCVM

Dans ce cadre, la redéfinition du champ d'investissement des Opcvm coordonnés est un moyen non seulement de répondre aux attentes des acteurs de l'industrie de la gestion d'actifs en Europe, mais également de permettre une meilleure protection des souscripteurs en offrant des solutions de repli vers les marchés monétaires qui ne présentent pas la même sensibilité que le marché des actions. Désormais l'actif des Opcvm n'est plus composé des seules valeurs mobilières mais également «d'autres actifs financiers liquides» ainsi que «des capitaux recueillis auprès du public dont le bon fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques». La capacité d'investissement est égale-

ment élargie aux fonds en dépôts autres que les liquidités d'un Opcvm. Les investissements devront être faits dans des établissements de crédit et devront comporter une échéance inférieure à douze mois. De même la Directive fait une avancée significative en réglementant les Opcvm d'Opcvm et les Opcvm indiciaires, qui sont commercialisés dans tous les États membres ainsi qu'en codifiant l'utilisation des instruments dérivés, ce qui était indispensable vu l'ampleur du recours à ces techniques de gestion. Jusqu'à maintenant, les Opcvm coordonnés pouvaient intervenir sur les marchés dérivés dans le cadre d'une «bonne gestion de portefeuille» laissant à chaque pays la libre interprétation de cette condition. La réforme transforme cette «bonne gestion» en «gestion efficace du portefeuille» et introduit des obligations de moyens et de limites. Ainsi les Opcvm pourront investir sur les marchés dérivés à la condition que la société de gestion dispose des moyens nécessaires en termes de valorisation, de contrôle des risques et de reporting, de façon à être capable «de mesurer à tout moment le risque associé aux positions, et la contribution de celles-ci au risque général de portefeuille». Par ailleurs, le recours aux dérivés n'est possible que pour les instruments dont le sous-jacent répond à la définition des valeurs mobilières et instruments du marché monétaire puisque le risque émetteur de ces sous-jacents doit être pris en compte pour calculer le risque global de répartition du portefeuille. Enfin, s'agissant des opérations de gré à gré, non seulement la qualité de la contrepartie est prise en compte, mais des limites sont appliquées au risque à prendre sur chaque contrepartie. Ces instruments doivent par ailleurs être liquides, évaluables et révocables à l'initiative de l'Opcvm.

#### UNE RÉFORME ENCORE PERFECTIBLE

Pour autant, la réforme présente des limites. Aussi peut-on regretter que les Opcvm maîtres-nourriciers en aient été exclus. Ce type de struc-

ture, prévue à l'article 23-3 de la loi 88-1201 autorise un Opcvm nourricier à investir la totalité de son actif en parts d'actions d'un autre Opcvm maître, et les catégories d'Opcvm dans lesquelles le nourricier peut investir sont décrites au même article. Ces produits peuvent présenter des avantages indéniables en matière de commercialisations transfrontalières, qui auraient pu être pris en compte.

Concernant l'élargissement du champ d'investissement des Opcvm, la notion de groupe qui apparaît dans le calcul des ratios relatifs à la division des risques peut présenter des difficultés dans son appréhension. Les groupes sont en effet en perpétuelle mutation, évoluant en fonction de facteurs tant économiques que politiques. La transposition de cette mesure en droit français ainsi que la réalisation de son contrôle par les sociétés de gestion risque de poser problème, d'autant que les textes font, en général, une interprétation stricte des ratios en indiquant que leur respect doit être effectif durant toute la durée de vie de l'Opcvm.

Enfin, concernant le passeport européen, une société de gestion française ne peut toujours pas créer directement un produit dans un autre pays membre. Le processus de commercialisation reste donc relativement long et contraignant : agrément de la COB, puis demande auprès des autorités compétentes de chaque pays où le produit sera commercialisé.

Concernant l'information à produire, la réforme instaure la création d'un prospectus simplifié à l'intention des souscripteurs, qui s'ajoute au prospectus complet. Ce prospectus simplifié (art. 28-3 de la Directive 2001/107/CE) constitue un outil de marketing des Opcvm. Il est conçu pour être utilisé «*par un investisseur moyen*» dans tous les États membres et doit comporter à cet égard des informations nécessaires et abordables facilement. Plus loin, l'article 33 indique que le prospectus simplifié est offert gratuitement aux souscripteurs avant la conclusion du contrat.

Il est également prévu que grâce à cette information les investisseurs «*puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé, et notamment les risques inhérents à celui-ci*». Toutefois, le texte ne définit pas la performance d'un Opcvm. Quand on sait que les promoteurs français ne la calculent pas tous de la même manière, il est permis de s'interroger sur la manière dont l'égalité de traitement sera garantie au sein des États membres. Il en est de même pour les informations relatives aux frais. La réforme ne fait pas obligation aux sociétés de gestion de préciser la nature des

frais qui sont prélevés, ce qui nuit à la clarté des informations, et à la connaissance par les investisseurs de leurs revenus réels.

#### **L'HARMONISATION EUROPÉENNE DES DISPOSITIONS RESTE DÉLICATE**

Au chapitre de l'harmonisation et de la transposition, l'exercice risque de l'avérer délicat. Sur un plan européen, les directives ne prévoient pas d'harmonisation en matière d'information et de protection des investisseurs. De plus, aucune règle n'existe, visant à harmoniser le statut des distributeurs d'Opcvm. Aussi rien ne garantit au souscripteur que les informations commerciales dont il dispose sont conformes à la réglementation de son pays. Comme

bien souvent en matière de réglementation européenne, les directives proposées restent générales et donc peu contraignantes, car elles doivent s'avérer les plus consensuelles possible. En outre les instances européennes en général et le groupe Opcvm en particulier ne disposent pas de moyens suffisants, ni pour suivre la bonne interprétation et la correcte application des textes, ni pour agir rapidement en adaptant les textes aux évolutions des marchés. Le processus d'adaptation des normes est quant à lui trop rigide pour permettre une réforme correcte des textes qui viennent d'être votés, en fonction des difficultés qui vont être soulevées au sein de chaque État membre.

Sur un plan national, il existe des différences culturelles entre les États membres et tous éprouvent toujours certaines réticences à transposer stricto sensu les dispositions européennes. Par ailleurs, en raison de son manque de moyens, le Parlement européen ne peut imposer des textes entiers et doit procéder par voie de modification en interdisant à ses membres telle ou telle mesure (il s'agit de la méthode par intégration négative, le cas inverse étant que chaque État membre abandonne sa propre législation au profit d'une législation européenne). Ainsi à défaut d'un processus rigoureux indiquant à chaque État comment interpréter et adapter les textes à sa propre législation, le processus risque de prendre un certain temps au cours duquel certaines mesures pourraient se révéler obsolètes d'autant que le texte est d'ores et déjà incomplet. ■

“Le processus d'adaptation des normes est trop rigide pour permettre une actualisation correcte des nouveaux textes, en fonction des difficultés qui vont être soulevées au sein de chaque État membre.”