



NE PAS CONFONDRE VITESSE ET PRÉCIPITATION !



Stéphane Janin

Directeur des affaires
internationales
Association
française de la
gestion financière
(AFG)

L'AFG est favorable à un texte européen, pendant de la directive OPCVM. Toutefois, l'association professionnelle regrette que le projet actuel ait été écrit dans l'urgence et n'ait pas pris le temps de définir les fonds concernés. Elle attire aussi l'attention sur les risques de l'extension du passeport européen aux fonds non domiciliés dans l'Union.

INTERVIEW

■ Quelle est votre opinion sur le projet de directive ?

La directive a été écrite dans la précipitation, en deux semaines, par les services de la Commission européenne. Cela résulte d'une mauvaise gestion du dossier par le commissaire en charge du marché intérieur européen.

Depuis 2005, dès le début de son mandat, nous n'avons cessé de lui demander de mettre en place un cadre européen pour les fonds autres que les OPCVM régis par la directive UCITS. Dès cette époque, nous poursuivions deux objectifs qui, d'après nous, s'inscrivaient par-

faitement dans les missions de la Commission européenne. D'une part, permettre aux sociétés de gestion européennes de commercialiser librement de manière internationale des fonds actuellement réglementés par chaque pays. D'autre part, développer un label européen complémentaire du label actuel OPCVM, qui est maintenant reconnu au niveau international grâce à la directive UCITS, mais qu'il fallait urgemment compléter pour faire face au développement croissant des fonds non-UCITS dans le monde.

Malheureusement, le Commissaire s'est publiquement opposé de manière permanente à cette demande, formulée par nous-mêmes et nos collègues d'Europe continentale. Ce n'est qu'en mars 2009 qu'il a subitement demandé à ses services, dans l'urgence, de rédiger une proposition de directive, qui visait initialement uniquement les *hedge funds* et les fonds de *private equity*. Cette précipitation s'explique par la dimension politique donnée aux *hedge funds* et, dans une moindre mesure, aux fonds de *private equity* au niveau international. Le G20 a stigmatisé les *hedge funds* comme l'un des derniers carrés d'acteurs financiers supposés non-réglementés.

De plus, le Parlement européen a adopté en 2008 un rapport d'auto-initiative sur les *hedge funds* et les fonds de *private equity*, très volontaire sur le sujet. José Manuel Barroso souhaitant briguer un nouveau mandat à la tête de la Commission européenne cet automne – ce qui implique que le Parlement européen ne s'y oppose pas –, on ne peut exclure que ce contexte politico-économique ait joué un rôle majeur dans la décision précipitée prise en mars 2009.

Conséquence de cette précipitation, le projet de directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM) couvre tous les fonds, à l'exception de ceux couverts par la directive UCITS, la Commission

n'ayant pas été en mesure dans le temps imparti de fournir des définitions "positives" pour les *hedge funds* et les fonds de *private equity*.

Le résultat de cette approche englobante – tous les fonds sauf les OPCVM couverts par la directive UCITS – est qu'en pratique, elle va être difficile à gérer de manière raisonnable par les co-législateurs européens (Conseil et Parlement européen) qui sont maintenant en charge de l'examen et de l'amendement du texte en vue de son adoption définitive.

En effet, il va y avoir une tentation très forte de la part du Parlement européen et des États membres du Conseil, à commencer par la Suède – qui préside l'Union européenne du 1^{er} juillet au 31 décembre 2009 – d'obtenir une adoption rapide, à cause de l'inclusion des *hedge funds* dans le champ d'application. La connotation sulfureuse des *hedge funds* dans l'opinion publique risque de rendre cette directive très porteuse politiquement pour ceux qui au Parlement européen et au Conseil déclareront leur volonté d'agir vite pour réguler ce secteur jusqu'alors non suivi au niveau paneuropéen.

En outre, et pour cette même raison d'affichage politique par rapport aux *hedge funds*, certains pourront être malheureusement tentés de durcir encore la directive indépendamment de toute prise en compte de la réalité technique des fonds couverts, dont la majorité ne sont pas des *hedge funds*: fonds de *private equity*, fonds immobiliers, et surtout tous les fonds appelés "à vocation générale" qui existent en France, mais aussi dans les autres pays de l'Union européenne et dont le mode de gestion est identique à celui des UCITS même s'ils n'en suivent pas toutes les règles.

Il faut donc parvenir à convaincre, avec l'aide des autorités françaises et de tous les hommes politiques européens de bonne volonté, que si cette directive doit effectivement être adoptée, elle doit être examinée de manière sereine et surtout en prenant en compte le vaste champ des fonds concernés. En particulier, il faut marteler que cette directive n'est pas en tant que telle une "directive *hedge funds*", contrairement à ce qu'on entend dire ici ou là: elle s'appliquerait certes aux *hedge funds*, mais dans un ensemble beaucoup plus large de fonds.

■ Dans ce contexte, cette directive peut-elle être efficace ?

Tout va dépendre de la capacité des co-législateurs européens à comprendre qu'il faut aborder le texte de manière technique et en intégrant toute la dimension des fonds gérés.

En termes d'approche à suivre sur le contenu de la directive, il nous paraît raisonnable de partir d'un principe qui a été positivement testé depuis 1985 et régulièrement adapté (en 2001 et en 2009) : la directive UCITS, pour

toutes les dispositions concernant l'organisation et le fonctionnement des sociétés de gestion. Une telle base de départ permettrait tout d'abord de traiter de manière identique la gestion de tous les fonds nationaux à vocation générale par rapport à la gestion des UCITS. Cela est crucial pour un grand nombre de sociétés de gestion en France et en Europe, qui gèrent très souvent ce type de fonds, très classiques dans leurs stratégies d'investissement et leur absence de levier. À partir d'une telle base, on peut imaginer d'adapter des articles de la directive AIFM concernant la gestion de certains types de fonds, le cas échéant. Mais il ne faut en aucun cas "réinventer la roue", car les coûts d'adaptation et les incertitudes de développement ultérieures pour les sociétés de gestion européennes, et en particulier françaises, pourraient être très élevés. Si cette approche, en partant des règles d'organisation et de fonctionnement de la directive UCITS, est suivie par le co-législateur européen, alors la directive AIFM pourrait être efficace, en permettant aux fonds européens qu'elle couvrira de bénéficier à la fois d'un passeport paneuropéen et de créer un label à l'échelle du continent favorable à la gestion européenne, et notamment française, au niveau mondial.

« La directive englobe tous les fonds, sauf les OPCVM. Elle va être difficile à gérer de manière raisonnable par les co-législateurs européens. »

■ Pourra-t-on facilement contourner cette directive ?

La version finale du texte est très importante. Si elle permet de mettre en place un régime qui offre le bénéfice d'un passeport pour la commercialisation active de fonds européens "non-UCITS" dans toute l'Europe, et renforce l'image de la gestion européenne dans le monde, je ne vois pas pourquoi il faudrait la contourner, bien au contraire. Et si les investisseurs professionnels européens souhaitent pouvoir continuer – comme ils le font aujourd'hui – à investir sous leur propre responsabilité dans des fonds non-européens, nous n'y voyons bien sûr aucun inconvénient, mais il faudra que ce soit explicitement autorisé, sans ambiguïté.

■ Risque-t-elle de désavantager l'industrie européenne ?

Tout dépendra de la sérénité dont le co-législateur européen fera preuve dans l'examen de ce texte avant d'élaborer sa version définitive.

Une des difficultés majeures que nous avons identifiées dans la proposition de la Commission européenne concerne le champ du bénéfice du passeport paneuropéen. Dans la version actuelle du texte, les fonds domiciliés en dehors de l'Union européenne pourraient être commercialisés activement en Europe par la voie du passeport, au même titre que les fonds domiciliés dans l'UE, après un délai de trois ans suivant la transposition de la directive. Nous refusons clairement une telle



extension. À titre d'exemple, le passeport de la directive UCITS est limité aux OPCVM domiciliés dans l'UE. Nous voyons deux dangers à la directive AIFM si elle était maintenue en l'état sur ce point. D'une part, cela créerait un risque juridique potentiel en cas de recours d'investisseurs européens démarchés : si un scandale relatif à un fond non-européen devait survenir suite à sa commercialisation active auprès d'investisseurs européens, ceux-ci devraient s'adresser à des tribunaux non-européens et leur chance de voir une décision de justice rapide et positive serait très incertaine. En même temps, un tel scandale nuirait rapidement à l'image des fonds en général, y compris la gestion européenne même si elle n'est pas impliquée dans le scandale, du fait de la vente active de tels fonds en Europe. Et nous ne souhaitons absolument pas prendre le risque d'être éclaboussés. D'autre part, nous souhaitons développer, à travers la directive AIFM, un label européen complémentaire au label UCITS. Dès lors que les fonds non-européens seraient inclus dans le champ du passeport de la directive, un tel label européen ne serait pas envisageable par définition. Cependant, la directive AIFM ne devrait pas pour autant remettre en cause les régimes nationaux existants en matière de libre commercialisation de fonds étrangers. Dans les pays où les fonds non-européens peuvent déjà être librement commercialisés, le *statu quo* serait maintenu.

■ Quelles peuvent être les conséquences pour l'industrie des *hedge funds* ?

Les *hedge funds* ne sont pas les seuls à être couverts par la directive AIFM. Il s'agit d'une directive centrée sur les gestionnaires et non pas sur les produits, dans une large mesure. Il va falloir s'assurer que les dispositions générales en termes d'organisation et de fonctionnement des sociétés de gestion soient compatibles avec les spécificités de la gestion des *hedge funds* et fonds de *hedge funds*, afin de les adapter si nécessaire. À partir de là, en termes de conséquences positives et/ou négatives, la conséquence positive pourra être la libre commercialisation active et transfrontalière des *hedge funds* et fonds de *hedge funds* européens.

■ En matière de réglementation, auriez-vous des préconisations ? Une réglementation européenne est-elle possible ?

Nous croyons depuis longtemps qu'une réglementation européenne de la gestion "non-UCITS", et notamment des *hedge funds*, est possible. Pour ce dernier type de fonds, il est clair qu'une telle réglementation devrait davantage réglementer l'acteur plutôt que le produit : par nature, le véhicule doit rester flexible – c'est au gestionnaire et aux autres acteurs concernés de démontrer leurs capa-

« Nous refusons clairement une telle extension du bénéfice du passeport aux fonds qui ne sont pas domiciliés dans l'Union européenne. »

cités. C'est d'ailleurs le sens dans lequel s'est engagé l'AMF en faisant progressivement évoluer la réglementation française des *hedge funds* et fonds de *hedge funds* vers une réglementation des acteurs davantage que des produits. Au niveau européen, la difficulté réside dans la fragmentation actuelle des réglementations nationales relatives à la gestion alternative. Cette fragmentation rend donc difficile l'établissement rapide d'un cadre européen unique. En même temps, une telle fragmentation complique constitue aujourd'hui un handicap à la commercialisation transfrontalière de tels fonds et justifie donc la recherche d'un tel cadre. Nous pensons donc qu'un cadre européen est vivement souhaitable. En même temps, nous regrettons que la proposition de directive AIFM soit sortie très soudainement et sans consultation spécifique. La dernière révision de la directive OPCVM (dite "UCITS IV") a pris 6 ans, de 2003 à 2009, dont 5 ans de consultations successives pour affiner le projet. Avec la directive AIFM, qui ne correspond pas à une simple révision mais à l'établissement d'un cadre complètement nouveau tel que proposé, il y a de forts risques que son élaboration et son adoption se déroulent finalement en moins d'un an ! Ce ne serait pas raisonnable, ni pour la crédibilité des hommes politiques européens ni bien évidemment pour les intérêts des investisseurs et des gestionnaires européens. Une bonne réglementation dans un domaine nouveau comme celui des *hedge funds* exige de ne pas agir dans la précipitation. Quant aux fonds de *private equity*, il faut évidemment que leurs spécificités soient également prises en compte. Nous y veillerons et ferons de même pour les fonds immobiliers.

■ Les travaux en cours sur les paradis fiscaux ont-ils des répercussions sur l'industrie des *hedge funds* ?

Il est clair que ces travaux ont un impact potentiel sur l'industrie des *hedge funds*, du fait de la répartition mondiale actuelle de leurs centres de domiciliation qui est souvent motivée par des considérations fiscales, notamment dans les pays anglo-saxons. De ce fait, toute décision prise concernant les paradis fiscaux sera à suivre avec attention.

Propos recueillis par Séverine Charon.