Quel schéma d'ensemble tirer des directives Commercialisation à distance de services financiers, OPCVM, Prospectus et MIF ?

Bertrand Brehier
Juriste financier
Direction juridique de la Société Générale

Sylvie Dariosecq
Directeur des affaires juridiques
Association française des entreprises d'investissement (AFEI)

Les directives Commercialisation à distance de services financiers, OPCVM, Prospectus et MIF montrent une volonté réelle des autorités européennes de fluidifier l'offre transfrontalière de services et de produits financiers, tout en instituant les garde-fous nécessaires, destinés à assurer la protection des investisseurs. Elles illustrent également la grande difficulté qui existe à coordonner les textes européens entre eux et à articuler ces textes avec les dispositions nationales.

À titre liminaire, il ne paraît pas inutile de restituer le contexte de ces quatre textes. Ils s'inscrivent dans le Plan d'action pour les services financiers (PASF), adopté le 11 mai 1999 par la Commission européenne et dont l'objectif principal, après la mise en place de l'euro, était la création d'un véritable marché unique des services financiers.

Les chantiers lancés à l'occasion de ce plan étaient nombreux et visaient à la fois ce qu'on pourrait appeler les marchés de gros et les marchés de détail. On peut citer à titre d'exemples : la mise en place d'un cadre juridique pour les structures de marché (directive MIF[1], directive Abus de marché[2]), la suppression des obstacles qui empêchaient la libre circulation des capitaux à l'échelle de l'Union européenne (directive Prospectus[3]), l'harmonisation des règles concernant l'information financière (directive Transparence[4], directive Prospectus encore), la création d'un environnement juridique sûr et transparent pour les restructurations financières (directive OPA[5]), l'instauration de la sécurité juridique nécessaire pour les opérations transfrontières sur titres (directive *Collateral*[6]), l'harmonisation des règles prudentielles pour les conglomérats financiers, etc.

On note que parmi toutes ces mesures (39 textes adoptés sur les 42 prévus initialement), une seule d'entre elles a directement pour objet la commercialisation des produits financiers. En revanche, plusieurs autres textes, (et plus particulièrement trois d'entre eux), adoptés dans le cadre précité, ont un impact sur la commercialisation des services et produits financiers.

Les quatre textes qui font l'objet de la présente étude illustrent bien l'effort accompli pour fluidifier l'offre transfrontière de services et de produits financiers (I.A), tout en instituant les garde-fous nécessaires, destinés à assurer la protection des investisseurs (I.B). Ce sera l'objet de notre première partie.

Ils illustrent également la grande difficulté qui existe à coordonner les textes européens entre eux (II.A) et à articuler ces textes avec les dispositions nationales (II.B). Ce sera l'objet de notre seconde partie.

1. Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers et directive 2006/73/CE portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE.
2. Directive Abus de marché 2004/72/CE du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE.
3. Directive Prospectus 2003/71/CE du 4 novembre 2003.
4. Directive 2004/109/CE 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 réglementé.
5. Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.
6. Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

I. Des efforts pour fluidifier l'offre transfrontalière de produits financiers tout en assurant la protection des investisseurs

A. Les efforts menés pour arriver à un marché paneuropéen de produits financiers

Paradoxalement, on constate qu'une seule directive a directement pour objet la commercialisation de services et produits financiers : c'est la directive du 23 septembre 2002 *"concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs"*[7]. Son champ d'application, comme on le verra, est assez réduit.

C'est en fait un autre outil que les autorités européennes ont utilisé pour améliorer, voire pour créer dans certains cas, une certaine fluidité dans l'offre de produits financiers à l'échelle européenne, celui du passeport européen qui peut être décliné de deux façons, pour les acteurs et pour les produits. Outil déjà ancien, son utilisation a été élargie et améliorée au cours de ces dernières années.

1. Une seule directive dont l'objet est la commercialisation de services et produits financiers : la directive du 23 septembre 2002 "CADSF"

Parachevant la construction du cadre juridique européen de la vente à distance, cette directive succède à celle de 1997 sur les contrats à distance[8] et celle de 2000 sur le commerce électronique[9]. Elle marque une prise de conscience européenne fondée sur un double constat : d'abord la libre circulation des services concerne également les services financiers car le consommateur européen dispose d'une faculté d'épargne qui peut être satisfaite au niveau européen ; ensuite, et en conséquence du premier constat, le consommateur européen fait l'objet de multiples sollicitations de la part de fournisseurs qui ne sont pas situés dans le même pays que lui et qui utilisent à cette fin des moyens de communication à distance, principalement des moyens électroniques et Internet.

Sur la base de ce double constat, la directive CADSF, qui est d'harmonisation maximale, vise de façon très large l'ensemble des produits et services financiers, c'est-à-dire tout service ayant trait à la banque, au crédit, à l'assurance, aux retraites individuelles, aux investissements et aux paiements.

En revanche, son champ d'application quant aux personnes est relativement étroit puisqu'il ne vise que les consommateurs. Enfin, pour que ce texte s'applique, il faut que non seulement le produit soit proposé à distance mais aussi qu'il soit effectivement conclu à distance (quel que soit le moyen de communication utilisé : téléphone, Internet, fax…).

Le texte prévoit que les prestataires doivent fournir en temps utile, avant que le consommateur ne soit lié par un contrat ou par une offre, un certain nombre d'informations concernant le fournisseur du service (identité, adresse, autorité de surveillance…), le service financier (principales caractéristiques, risques…), le contrat à distance (existence ou non d'un délai de rétractation…), les recours… [10]

On voit bien que l'optique de cette directive est de protéger le consommateur mais ce faisant, elle reconnaît – et ceci est très important – qu'*"il est dans l'intérêt des consommateurs de pouvoir accéder sans discrimination à l'éventail le plus large possible de services financiers disponibles dans la Communauté afin de choisir ceux qui sont le plus adaptés à leurs besoins"* (considérant 3).

Comme on l'a vu, ce texte est à destination du consommateur et dans le cadre étroit de la vente à distance. Pour favoriser et fluidifier plus encore l'offre transfrontière de produits et services financiers, c'est le mécanisme du passeport qui a été utilisé.

2. Un mécanisme largement utilisé pour favoriser la commercialisation des services et produits financiers : le passeport européen (passeport acteur ou passeport produit)

a. La commercialisation des services et produits financiers par le biais du passeport acteur qui permet à un prestataire de services d'investissement d'exercer librement dans toute l'Union européenne

Disons le d'emblée, le passeport acteur n'est pas une nouveauté (puisqu'il existait à la fois dans la directive bancaire de 1989[11] et dans la directive sur les services d'investissement (DSI) de 1993[12]). Le principe est simple : il consiste pour un prestataire établi dans un pays donné (l'État d'origine) à pouvoir rendre des services dans un autre État membre (l'État d'accueil) sous le bénéfice du seul agrément qui lui a été délivré par son État d'origine et moyennant le respect des règles d'organisation de cet État d'origine, soit par voie de libre prestation de services soit par voie de libre établissement, en implantant une succursale. Il s'agit donc d'un principe de reconnaissance mutuelle entre États membres des agréments délivrés à l'intérieur de la Communauté.

Toutefois, avec la directive MIF, le passeport européen a été non seulement étendu (i) mais aussi considérablement renforcé par la stricte application de la règle du pays d'origine (ii).

i) Le passeport a été étendu par la MIF à de nouveaux services/nouvelle activité ainsi qu'à de nouveaux produits (instruments financiers)

7. Directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs.

8. Directive 97/7/CE du 20 mai 1997 concernant la protection des consommateurs en matière de contrats à distance.

9. Directive 2000/31/CE du 8 juin 2000 relative à certains aspects juridiques des services de la société de l'information, et notamment du commerce électronique, dans le marché intérieur.

10. Article 3 de la directive Commercialisation à distance de services et de produits financiers.

11. Directive 89/646/CEE du 15 décembre 1989 visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (« deuxième directive bancaire »).

12. Directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

• La directive MIF étend le passeport acteur à :

– un service déjà existant (la RTO) et à un nouveau service (le conseil en investissement) ;

– une nouvelle activité (l'exploitation d'un système multilatéral de négociation (SMN ou MTF) : s'il n'est pas prévu qu'un opérateur de marché exploitant un MTF puisse établir une succursale dans un autre État, en revanche il peut fournir sur le territoire d'un autre État (État d'accueil) les dispositifs appropriés permettant aux utilisateurs et au participants établis dans cet État d'accéder à ses systèmes et de les utiliser à distance. CESR s'interroge actuellement sur les modalités pratiques de cet accès par le biais d'écrans délocalisés ou de logiciels d'accès ou autrement ;

– de nouveaux instruments financiers (comme les dérivés sur matières premières).

ii) Le passeport a également été renforcé par l'application, dans la MIF, du droit de l'État d'origine

• En effet, sous l'empire de la DSI de 1993, l'État membre d'accueil avait la possibilité d'imposer ses règles de bonne conduite aux PSI agissant par voie de LPS. Cette faculté est abrogée dans la directive MIF.

Désormais, un prestataire agissant en LPS se verra appliquer les règles de son État d'origine[14], y compris donc les règles de bonne conduite. Il ne sera soumis qu'à un seul corps de règles, celles de son État d'origine. Les autorités des États dans lesquels ces services seront fournis ne pourront plus imposer, comme cela était autorisé par la DSI d'obligation supplémentaire aux prestataires pour des raisons d'intérêt général (sous réserve de quelques compétences limitées mentionnées ci-après). Quel que soit le pays dans lequel ils souhaitent "passeporter" leurs services, les PSI seront ainsi soumis aux mêmes conditions d'activité.

• En revanche, un prestataire agissant en libre établissement continuera comme par le passé à se voir appliquer les règles de l'État dans lequel il est implanté, donc les règles de l'État d'accueil, sous la supervision des autorités de cet État, dans les domaines spécifiquement énumérés à l'article 32.7 de la directive MIF, à savoir les règles de conduite (art. 19) et de meilleure exécution (art. 21), les règles de traitement des ordres des clients (art. 22), le respect de l'intégrité du marché, les déclarations des transactions et la conservation des enregistrements (art. 25), l'affichage des prix par les internalisateurs systématiques (art. 27), la transparence post-négociation (art. 28).

Néanmoins, il faut noter que cette compétence est envisagée par la MIF comme une dérogation au principe de compétence des règles et de l'autorité de l'État d'origine. Elle est donc limitée à la situation dans laquelle la succursale fournit ses services "sur" son territoire, les services fournis en dehors de son territoire retombant dans la compétence de principe de l'État d'origine.

Malheureusement, la terminologie ainsi employée est loin d'être claire, ce qui donne lieu actuellement à un vif débat mettant en jeu les aspects opérationnels et les aspects juridiques de cette question. CESR et la Commission européenne sont saisis de cette difficulté.

• En dehors de la situation particulière des succursales, on doit noter que l'État d'accueil, dont les compétences ont donc été fortement réduites par la directive MIF, conserve quelques compétences limitées en matière de statistiques et de contrôle (pouvoir d'exiger, à des fins statistiques, des rapports périodiques sur les activités de la succursale et des informations démontrant la conformité aux normes qui leur sont applicables)[15] ainsi que des pouvoirs conservatoires vis-à-vis des PSI exerçant par le biais d'une succursale ou en LPS en cas de violation manifeste des règles applicables (dans le cas de la LPS, après intervention sans effet auprès de l'État d'origine)[16].

b. La commercialisation des services et produits financiers par le biais du passeport produit qui permet de commercialiser en Europe un produit ayant reçu une autorisation dans un État membre

La directive OPCVM et la directive Prospectus donnent deux exemples de passeport dit produit.

i) La directive OPCVM permet, sous certaines conditions, de commercialiser les fonds coordonnés sur la base du prospectus simplifié visé dans l'État membre où est situé le fonds

Rappelons d'abord que c'est la première directive européenne en matière d'OPCVM de 1985[17] qui a introduit pour la première fois, dans le domaine financier, le principe de la reconnaissance mutuelle de l'autorisation donnée dans un État membre des organismes de placement collectif.

La nouvelle directive de 2002[18] a, quant à elle, reconnu aux sociétés de gestion un passeport européen leur permettant d'offrir librement leurs services dans un autre État membre en LPS ou par le biais d'une succursale.

En ce qui concerne la commercialisation des parts d'OPCVM, le passeport "produit" est bien accordé par l'article 46 de la directive OPCVM (de 2002) qui prévoit que *"si un OPCVM se propose de commercialiser ses parts dans un État autre que celui où il est situé, il doit en informer au préalable les autorités compétentes de cet État membre…"* et leur fournir un certain nombre d'informations, et notamment une attestation des autorités compétentes (de l'État d'origine) certifiant le respect des dispositions de la directive et les prospectus complets et simplifiés. Sauf avis contraire et motivé des autorités de l'État d'accueil, la société de gestion est alors autorisée à commercialiser les parts deux mois après ladite communication.

Notons toutefois que cette possibilité de "passeporter" les OPCVM ne vaut que pour les OPCVM coordon-

13. Article 23 de la directive MIF 2004/39/CE.
14. Article 31.1 de la directive MIF 2004/39/CE.
15. Article 61 de la directive MIF 2004/39/CE.
16. Article 62.1 de la directive MIF 2004/39/CE.
17. Directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
18. Directive 2001/107/CE 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 simplifiés.

nés. Elle ne vaut pas pour les fonds d'investissement non conformes à la directive OPCVM, c'est-à-dire en pratique, la majorité des *hedge funds* et des fonds de gestion alternative.

ii) En ce qui concerne le passeport de la directive Prospectus, elle permet à un émetteur de pouvoir lever des capitaux dans toute l'Union européenne sur la base d'un seul et même prospectus.

Sur la base d'un document unique, le prospectus, et de l'aval initial donné par l'autorité réglementaire de l'État d'origine de l'émetteur, et moyennant le respect d'une procédure de notification simplifiée, tout émetteur peut désormais, en vertu du principe de reconnaissance mutuelle conféré par ce "passeport européen" procéder à des opérations d'appel public à l'épargne (offre publique de valeurs mobilières ou admission de ses valeurs mobilières à la cote officielle d'un marché réglementé) en s'adressant à l'ensemble des investisseurs potentiels de l'Union européenne[19].

Ainsi, le prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un État membre sera valable en France, sans nécessité d'un visa complémentaire de l'Autorité des marchés financiers. La seule formalité (sous réserve des contraintes linguistiques) à accomplir pour mettre en œuvre le passeport est la notification à l'AMF, par l'autorité compétente locale ayant initialement visé le prospectus, du certificat d'approbation et d'une copie du prospectus.

À l'inverse, un émetteur dont le prospectus a été visé par l'AMF pourra effectuer une opération par appel public à l'épargne sur tout le territoire de l'Union européenne sans avoir à demander un nouveau visa aux autorités locales.

B. L'instauration de garde-fous destinés à protéger les investisseurs face à l'ouverture du marché européen de services et produits financiers

La protection des investisseurs passe bien entendu par une amélioration de l'information sur les produits et de la transparence (notamment tarifaire) (1), elle passe aussi par un renforcement des règles de bonne conduite (2). Ces règles seront ici évoquées rapidement.

1. Une amélioration de l'information fournie au client et une plus grande transparence tarifaire

a. L'information fournie au client sur le produit ou le service fourni

Comme nous l'avons vu plus haut, la directive CADSF prévoit un minimum d'information à fournir au consommateur sur le fournisseur du service (identité, adresse, autorité de surveillance…), sur le service financier envisagé (principales caractéristiques, risques…), sur le contrat à distance (existence ou non d'un délai de rétractation…), sur les recours, et ce, quels que soient les produits et services, dès lors qu'ils sont fournis à distance[20].

La directive OPCVM prévoit, quant à elle, les mentions qu'il convient de faire figurer sur le prospectus simplifié (qui n'a d'ailleurs de "simplifié" que le nom)[21]. À cet égard, la Commission européenne réfléchit actuellement à faire évoluer ce document vers quelque chose de plus simple et de plus accessible au commun des investisseurs.

La directive Prospectus et son règlement d'application fixent là encore le contenu du document d'information à l'égard des investisseurs (sur l'émetteur, sur l'instrument financier…)[22].

Enfin, la directive MIF pose elle aussi des obligations d'information. Celles-ci sont très lourdes pour les clients de détail, allégées pour les clients professionnels, et inexistantes pour les contreparties éligibles. De façon générale, la MIF dispose que les informations communiquées doivent être correctes, claires et non trompeuses[23] (ce qui ne constitue pas une nouveauté), elles doivent permettre au client de comprendre la nature du service d'investissement et du type d'instrument financier ainsi que les risques associés et de prendre les décisions d'investissement en connaissance de cause[24]. Les informations qui sont listées dans la directive d'application s'ajoutent à celles prévues dans les autres textes, ce qui conduit parfois à des redondances.

b. Une plus grande transparence tarifaire

On trouve des exigences en matière de transparence tarifaire dans la directive CADSF ainsi que dans la directive MIF. Ces deux textes imposent de communiquer le détail des coûts et frais liés aux produits et services proposés, et ce de façon très détaillée.

La directive MIF va même plus loin en s'attaquant aux *"avantages"*, appelés aussi *"inducements"*. Il s'agissait notamment, dans l'esprit des rédacteurs, de modifier les pratiques en matière de rétrocession de commissions.

En quelques mots, les règles sur les *"inducements"* s'appliquent quand un prestataire fournit un service à l'un de ses clients et que ce prestataire touche à cette occasion des commissions d'un tiers ou lui en verse, à moins que cette rémunération permette ou soit nécessaire à la prestation du service. À défaut, la rémunération est soumise à trois conditions : elle doit être transparente vis-à-vis du client, elle ne doit pas contrevenir à l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client et elle doit améliorer la qualité du service fourni au client[25].

On a pu constater, après une étude approfondie, que cette réglementation – malgré l'intention du législateur – était difficilement applicable aux rétrocessions de commissions pratiquées en matière de distribution d'OPCVM.

19. Article 17.1 de la directive Prospectus 2003/71/CE du 4 novembre 2003.
20. Article 3 de la directive Commercialisation à distance de services et de produits financiers.
21. Article 28.3 de la directive OPCVM 2001/107/CE du 21 janvier 2002.
22. Articles 5.1 et 5.2 de la directive Prospectus 2003/71/CE du 4 novembre 2003.
23. Article 19.2 de la directive MIF 2004/39/CE.
24. Article 19.3 de la directive MIF 2004/39/CE.
25. Article 26 de la directive 2006/73/CE (directive MIF de niveau 2) (article 19.1 de la directive 2004/39/CE).

2. Le renforcement des règles de bonne conduite

Il est bien entendu impossible, dans le cadre de cette présentation, de dresser une liste exhaustive de toutes les règles de bonne conduite qui se trouvent renforcées par la directive MIF. Nous ne citerons ici que les plus emblématiques.

a. Une meilleure connaissance de la clientèle et une obligation de segmentation

La directive MIF fait obligation aux prestataires de classifier, c'est-à-dire de segmenter leur clientèle. Elle prévoit trois catégories de clients :

– les contreparties éligibles (pour lesquels il n'y a ni devoir d'évaluation, ni obligation d'information, ni *best execution*) ;

– les clients professionnels (devoir d'information allégé, pas de *suitability test*, *appropriateness* test allégé) ;

– les clients de détail (application intégrale des règles de bonne conduite).

b. La consécration d'un devoir de conseil à la charge de l'intermédiaire

Le devoir de conseil, qui n'existait pas dans les textes (sauf en matière de gestion) mais uniquement dans la jurisprudence est désormais consacré.

Pour les services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, il faudra procéder au *suitability test* Il conviendra au préalable d'évaluer les objectifs d'investissement du client, sa situation financière ainsi que sa compétence et son expérience afin de pouvoir recommander les produits et services qui lui conviennent[26]. À défaut d'obtenir ces informations, le PSI ne pourra pas traiter.

Pour les autres services d'investissement (exécution d'ordres, RTO…), il faudra procéder à l'*appropriateness test*. Il conviendra ici d'évaluer seulement les connaissances et l'expérience du client afin de savoir si celui-ci est en mesure d'appréhender les risques inhérents au type de produit ou service demandé[27]. Si le PSI n'obtient pas l'information requise ou si le produit/service n'est pas adapté, il pourra quand même traiter sous réserve d'en alerter le client.

c. La best execution

La notion de *best execution*, à l'origine, avait vocation à constituer un garde-fou lié à la suppression de l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé. Le principe est simple, il consiste comme son nom l'indique à exécuter l'ordre d'un client au mieux de ses intérêts, c'est-à-dire en pratique, à choisir le lieu d'exécution le plus favorable (marché réglementé, MTF ou système d'internalisation)[28]. La mise en œuvre concrète de cette obligation ne va pas sans difficultés qui seront évoquées dans la deuxième partie.

II. Des difficultés persistantes dans la réalisation du grand marché unique des produits et services financiers

Ces difficultés sont dues essentiellement à deux facteurs : le premier est l'articulation difficile voire parfois l'incohérence des textes européens entre eux (A) ; il est du également en grande partie au fait que l'harmonisation maximale, qui est souhaitée par tous et souhaitable, n'est pas expressément affirmée dans les textes, ce qui donne aux États membres la tentation d'une surenchère réglementaire, qu'on appelle aussi *"gold plating"* (B).

A. Une difficile articulation, voire un manque de cohérence des textes européens

On peut dénombrer plusieurs incohérences dans les textes évoqués. Il ne s'agit pas ici de toutes les pointer, mais au moins d'en évoquer certaines.

1. Un manque d'homogénéité des différentes catégories d'investisseurs

On peut regretter que les différents textes européens n'utilisent pas les mêmes concepts.

À titre d'exemple, la directive Prospectus distingue entre les investisseurs ordinaires et les investisseurs qualifiés[29], la directive CASF ne s'applique qu'aux consommateurs personnes physiques tandis que la directive MIF distingue entre clients de détail, clients professionnels et contreparties éligibles. En outre, cette dernière catégorie n'existe que pour les services de RTO, d'exécution d'ordres et de négociation pour compte propre.

Même si ces différents textes n'ont pas le même objet, il serait sans doute plus simple d'avoir des catégories plus homogènes, ne serait-ce que d'un point de vue pratique car cela implique de gérer différents référentiels clients dans les applications informatiques.

2. L'absence de passeport acteur véritable pour les SGP de type 1

La modification en 2001 de la directive OPCVM de 1985 n'a pas permis, ainsi que le constate la Commission Européenne dans son livre blanc sur les fonds d'investissement (paru le 15 novembre 2006) de créer un véritable passeport acteur pour les sociétés de gestion de portefeuille. Certes, les SGP, dites de type 1 (c'est-à-dire soumises à la directive OPCVM) peuvent gérer par délégation un fonds situé dans un autre pays de l'UE mais il ne leur est pas possible de gérer un tel fonds en direct. En effet, selon l'article 3 de la directive 85/611 *"un OPCVM est considéré comme situé dans l'État membre où se trouve le*

26. Article 35 de la directive 2006/73/CE (directive MIF de niveau 2) portant mesure d'exécution de la directive 2004/39/CE (article 19.4 de la directive 2004/39/CE).

27. Article 36 de la directive 2006/73/CE (article 19.5 de la directive 2004/39/CE).

28. Article 44 de la directive 2006/73/CE.

29. Article 2.1 e) de la directive Prospectus 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

siège statutaire de la société de gestion du fonds commun de placement ou de la société d'investissement".

On peut s'étonner de l'absence de passeport acteur pour ces SGP dans la mesure où il existe pour les SGP de type 2, qui elles sont soumises à la directive MIF, comme on peut s'étonner également de l'absence de passeport pour les dépositaires.

3. L'absence de régime de placement privé en matière de gestion collective

Contrairement à la directive Prospectus qui prévoit un régime d'exemption à l'obligation d'élaborer un tel document dans le cas de l'offre de valeurs mobilières aux investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs[30], et contrairement à la directive MIF qui – comme on l'a vu – n'applique pas ou applique de façon partielle les règles de protection pour les investisseurs professionnels ou les contreparties éligibles, il n'existe pas un tel régime de placement privé en ce qui concerne les fonds d'investissements. Cela nuit grandement à la fluidité de l'offre pour la gestion alternative.

C'est d'autant plus regrettable que les fonds de gestion se trouvent ainsi concurrencés par les titres structurés qui peuvent présenter les mêmes caractéristiques sur le plan économique et qui eux peuvent être commercialisés, sans contrainte, aux investisseurs qualifiés. À titre d'exemple, une banque française ne pourra pas vendre activement un *hedge fund* irlandais à un investisseur qualifié alors qu'elle pourra lui vendre un EMTN répliquant exactement la performance de ce *hedge fund*.

Cela milite certainement pour la création d'un régime de placement privé pour les fonds d'investissement, approche qui semble envisagée par la Commission européenne dans le Livre Blanc précité. On pourrait imaginer également, ce qui simplifierait les choses, un régime de placement privé commun à tous les types de produits.

4. Un texte de niveau 2 qui va au-delà du cadre fixé par le niveau 1 : l'exemple de la best execution

Un des exemples les plus frappants est celui de la *best execution*, dont la directive MIF de niveau 1 avait clairement circonscrit le champ d'application au seul service d'exécution d'ordres mais que la directive d'application a étendu[31] :

– au service de négociation pour compte propre (la directive de niveau 2 entend soumettre les instruments financiers à terme et les produits sur mesure à cette obligation, ce qui pose de sérieux problèmes en termes notamment de comparabilité) ;

– aux services de gestion de portefeuille et de réception-transmission d'ordres (de telle sorte que pour ces services, on est arrivé à une transformation de cette obligation en *best selection*).

B. Une harmonisation maximale pas suffisamment affirmée conduisant à un risque de transposition différente et au *"gold plating"*

1. Une harmonisation maximale qui n'est pas expressément affirmée

La question se pose de savoir si les directives dont il est question ici sont d'harmonisation maximale ou non.

Pour reprendre les termes du professeur belge Michel Tison[32], les nouvelles directives de la génération Lamfallussy se différencient de celles adoptées antérieurement dans le cadre de la réalisation du marché intérieur (Europe 1992).

La directive Service d'investissement de 1993, comme la deuxième directive bancaire de 1989 ou encore comme la directive OPCVM étaient basées sur le principe de la reconnaissance mutuelle et de l'harmonisation minimale, laissant une grande place à la subsidiarité.

Les nouvelles directives, telles que la MIF, Prospectus ou CASF, même si elles ne le disent pas expressément, tendent davantage vers une harmonisation maximale, même si ça et là elles laissent des options aux États membres. On peut citer par exemple le considérant 2 de la MIF qui indique clairement qu'*"il est nécessaire d'atteindre le degré d'harmonisation nécessaire pour offrir aux investisseurs un niveau élevé de protection"*. C'est notamment le cas pour les règles de bonne conduite, qui sont extrêmement précises et détaillées dans la directive d'application, et qui ne laissent pas d'options aux États membres.

Bref, le processus Lamfallussy permet certes un processus très avancé d'harmonisation (les textes d'application sont, du fait de la comitologie, de plus en plus précis) mais faute d'affirmation expresse, la question demeure de savoir si les États membres peuvent aller au delà et imposer (ou maintenir) des règles plus contraignantes.

2. Un risque de transpositions différentes en cas d'option laissée aux États membres

La directive MIF comme la directive Prospectus ou la directive CASF, sur certains points, laissent un certain nombre d'options aux États membres.

Dans la directive Prospectus, par exemple, il est prévu (considérant 15) que les exigences en matière de publicité énoncées dans la directive n'empêchent pas un État membre d'imposer d'autres exigences particulières.

Toujours dans la directive Prospectus, les États membres ont le choix de considérer (sous certaines conditions) comme investisseurs qualifiés certaines PME ou certaines personnes physiques[33].

Dans la directive MIF également, en ce qui concerne la classification de clientèle, une option est laissée aux États membres concernant les contreparties éligibles. Un prestataire risque donc de se voir confronté à un risque de classification différente pour certains clients selon qu'il

30. Article 3.2 de la directive Prospectus 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

31. Article 26 de la directive 2006/73/CE.

32. Financial Law Institute, Décembre 2004, Working Paper Series 2004-12 "Chronique de jurisprudence et législation communautaire - intermédiaires et marchés financiers".

33. Article 2.1 e) de la directive Prospectus.

agit en LPS avec ce client ou par le biais d'une succursale. (Par exemple, les collectivités territoriales qui sont reconnues comme des contreparties éligibles dans certains pays et pas dans d'autres)[34].

Cela ne va pas être simple à gérer, surtout quand on sait que les clients peuvent demander à opter pour un autre statut, de façon générale ou pour tel ou tel service ou tel ou tel produit.

Enfin, dans la directive CASF, il est prévu par exemple que les États membres peuvent appliquer ses dispositions aux associations et aux entrepreneurs[35]. Il y a également une option laissée en matière de délai de rétractation (suspension ou non du contrat pendant ce délai).

3. La tentation du *"gold plating"*

Le risque de *"gold plating"* vaut à la fois pour les textes existants mais aussi pour les textes à venir.

En ce qui concerne les textes existants, on peut citer toutes les règles de restrictions de vente en matière d'OPCVM, que la directive du même nom avait laissé dans le champ de la subsidiarité et donc de la compétence des États membres. Ces dispositions peuvent-elles être maintenues alors que la commercialisation d'OPCVM est expressément dans le champ de la directive MIF (elle peut bénéficier de l'*execution only*, par exemple) ? On peut aussi s'interroger sur les exigences françaises en matière de démarchage, qui s'articulent parfois difficilement avec celles issues de la directive CASF, malgré les tentatives d'harmonisation de la loi OPA de l'année dernière.

En ce qui concerne les textes à venir, par exemple les propositions contenues dans le rapport Delmas-Marsalet, on peut craindre que toutes les restrictions nouvelles contenues dans le rapport ne viennent favoriser les établissements européens agissant en France, au détriment des établissements français qui se verraient appliquer à eux seuls ces contraintes nouvelles.

Alors, si on associe le *"gold plating"* à l'application de la règle du pays d'origine, qui est introduite par la MIF, en ce qui concerne les règles de bonne conduite, on obtient un mélange tout à fait explosif et dangereux pour les établissements français.

En effet, désormais toute contrainte supplémentaire applicable aux PSI dans un pays donné ne pourrait pas être applicable aux PSI étrangers agissant dans ce pays en LPS, ce qui peut engendrer des distorsions de concurrence considérables. Par exemple, si le législateur français décidait de restreindre la vente de tel ou tel produit jugé trop risqué, cette restriction s'appliquerait aux PSI français agissant en France et dans les autres pays d'Europe (même si ces pays ne connaissent pas une telle restriction) mais elle ne s'appliquerait pas aux concurrents européens agissant en France.

La lecture du document de l'AMF intitulé *Pour une meilleure régulation* est, à cet égard, rassurant mais ne dissipe pas non plus toute inquiétude. D'un côté, l'autorité régulatrice reconnaît qu'elle devra *"limiter très rigoureusement le maintien de règles spécifiques non harmonisées dans un champ clairement couvert par une directive européenne"* (appelé *"gold plating"*) afin de ne pas porter atteinte à la compétitivité des produits et des opérations sous droit français. Ceci est de nature à nous rassurer.

D'un autre côté, elle laisse la porte ouverte au *"gold plating"*, sous quatre conditions :

– il devra préciser un texte dont l'application directe laisse place à trop d'incertitude ou de divergences ;

– il ne porte pas atteinte à la concurrence ;

– il est indispensable pour permettre à l'AMF d'exercer ses missions ;

– les dispositions ajoutées présentent un intérêt réel et une efficacité démontrée par rapport au but recherché.

Ceci est davantage de nature à nous inquiéter. La question étant de savoir comment seront interprétées ces conditions. ■

34. Article 50 de la directive MIF de niveau 2 2006/73/CE.

35. Considérant 29 de la directive CASF 2002/65/CE du 23 septembre 2002.