

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
Direction
des affaires juridiques
Société Générale
Asset Management

Directive d'application 19 mars 2007 – OPCVM coordonnés – Clarification des actifs éligibles

Suite à deux consultations du CESR¹, vient d'être publiée la directive 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007 portant application de la directive 85/611/CEE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines définitions². Cette directive est importante car elle apporte des clarifications essentielles quant aux actifs pouvant être souscrits par des OPCVM coordonnés. On se souvient que la directive 2001/108/CE avait considérablement ouvert les actifs éligibles aux OPCVM conformes à ladite directive³. Or, les dispositions de cette dernière ont été appréciées différemment selon les États membres, engendrant de la sorte des distorsions de concurrence. La directive 2007/16/CE poursuit cet objectif de clarification. Elle n'a pas pour autant vocation à dresser une liste précise et exhaustive des actifs, mais davantage expliciter des critères de qualification. L'approche est judicieuse car dresser une liste aurait été un exercice inutile car ladite liste aurait été rapidement dépassée.

Le premier actif éligible clarifié est la valeur mobilière. Aujourd'hui, la directive OPCVM (article 1-8) range parmi les valeurs mobilières trois catégories d'instrument : les actions et valeurs assimilables, les obligations et autres titres de créance et toutes autres valeurs négociables donnant droit d'acquérir des actions et obligations par voie de souscription et d'échange. Or, de nouveaux actifs sont susceptibles de répondre à cette définition. La directive du 19 mars 2007 pose ainsi les critères suivants de la notion de valeur mobilière : sa détention expose l'OPCVM à une perte potentielle limitée au montant versé pour l'acquérir ; sa liquidité ne compromet pas la capacité de l'OPCVM de racheter ou rembourser les parts à la demande de l'investisseur ; son évaluation ainsi que les informations appropriées doivent être disponibles ; elle est négociable ; son acquisition est compatible avec les objectifs et/ou la politique d'investissement de l'OPCVM ; enfin, le risque qu'elle comporte doit être pris en considération par les

processus de gestion du risque de l'OPCVM de manière approfondie. L'éclairage sur la notion de valeur mobilière permet surtout de traiter le sort des fonds fermés à l'actif des OPCVM coordonnés. S'ils ne peuvent pas entrer dans la catégorie des OPCVM éligibles, ils peuvent répondre à la définition de valeur mobilière dès lors qu'ils sont admis à la négociation sur un marché réglementé. Toutefois, la directive 2007/16/CE conditionne leur éligibilité aux conditions suivantes (qui ne figurent pas dans la directive OPCVM). D'une part, les fonds fermés sont tenus de respecter les sept critères qualifiants de la valeur mobilière (v. ci-dessus). Il conviendra d'être notamment vigilant à ce que la liquidité du fonds fermé ne compromette pas la capacité de l'OPCVM de se conformer aux dispositions de l'article 37 de la directive OPCVM, c'est-à-dire honorer les demandes de souscription/rachat. Leur valorisation doit être également fiable. D'autre part, les fonds fermés doivent être soumis à des mécanismes de gouvernement d'entreprise appliqués aux sociétés. La directive ne précise pas quels sont ces mécanismes. On songe à la reconnaissance d'un droit d'information et d'un droit de vote sur toutes les décisions pouvant affecter la vie de l'OPCVM. Enfin, la directive exige que le gestionnaire du fonds sous-jacent soit une entité régulée. Du fait de ces conditions, les fonds fermés admis à la négociation par exemple sur le London Stock Exchange (LSE) se trouvent en grande partie éligibles aux OPCVM coordonnés.

La directive de mars 2007 s'attache également à définir davantage les instruments du marché monétaire, notamment sur deux aspects. Elle précise d'une part les méthodes d'évaluation de ces instruments, en retenant les deux méthodes actuellement utilisées en Europe : l'évaluation à un prix déterminé par des parties bien informées pour une transaction conclue dans des conditions normales, en vigueur notamment dans certains États membres anglo-saxons, et l'évaluation à la valeur de marché, méthode retenue notamment en France⁴. La directive d'application reconnaît d'autre part de manière explicite les *Euro-Commercial Paper* (ECP) à l'actif des OPCVM

1. Consultations du 18 mars 2005 et du 20 octobre 2005, disponibles sur le site internet de CESR.

2. Publiée au Journal officiel de l'Union européenne du 20 mars 2007.

3. E. Courant et F. Bussière, "La réforme de la directive OPCVM

85/611/CEE du 20 décembre 1985", Banque & Droit n°89 mai-juin 2003, p. 14.

4 V. Bull. mensuel COB n°369, juin 2002, p. 67.

coordonnés. Jusqu'à présent, la directive OPCVM était interprétée différemment selon les États membres⁵. Le CESR avait proposé de se référer aux critères STEP (pour *Short Term European Paper*, critères établis sous l'égide de la BCE) pour définir les titres éligibles. La directive (article 5) retient une autre approche et pose des conditions générales relatives à la bonne valorisation des instruments du marché monétaire et d'information sur les titres. Les ECP et autres CD anglais pourront être éligibles à hauteur de 100 % de l'actif des fonds⁶.

Les opérations de dérivés de crédit sont également reconnues expressément comme actifs éligibles des OPCVM coordonnés. On se souvient que la directive 2001/108/CE, en consacrant les instruments financiers à terme comme une véritable classe d'actif, n'avait pas véritablement tranché la question des dérivés de crédit. La directive 2007/16/CE (article 8) vient clore la discussion et consacre formellement les dérivés de crédit à l'actif des OPCVM.

La directive (article 9) autorise les OPCVM à recourir à des produits dérivés sur des indices composés d'instruments financiers non éligibles directement à l'actif desdits OPCVM. Ces dérivés sont soumis à certaines conditions prévues par la directive. Relevons que l'AMF avait déjà anticipé cette avancée en autorisant, dès décembre 2005, les OPCVM français (cordonnés ou non) à conclure des instruments financiers à terme ayant comme sous-jacent

un indice de marchandise⁷. Le sort des dérivés sur indice de hedge funds n'est pas encore tranché.

La notion de dérivé intégré est également explicitée par la directive de mars 2007. L'article 21-3 de la directive OPCVM le définit comme une valeur mobilière ou un instrument du marché monétaire comportant un instrument dérivé. La définition ainsi posée est large et peut donner lieu à des interprétations divergentes, notamment s'agissant des titres structurés (par ex. CDO). La directive 2007/16/CE pose trois critères qualifiants. Serait un dérivé intégré un instrument financier ou une valeur mobilière comportant une composante qui fait varier ledit titre de manière similaire à un dérivé autonome, dont les caractéristiques économiques et les risques ne sont pas liées aux caractéristiques économiques de la valeur encapsulant le dérivé et qui a une incidence notable sur le profil de risque et de valorisation du titre. L'AMF n'avait pas, jusqu'à présent, défini la notion de dérivé intégré. Même si les critères ainsi posés par la directive restent généraux, ils devraient aider à définir rapidement les contours de cet actif éligible.

Les clarifications apportées par la directive 2007/16/CE sont donc importantes. Elles doivent encore être transposées en droit interne au plus tard le 23 mars 2008. En France, la transposition passera par une modification de la partie réglementaire du Code monétaire et financier.

Directive Marchés d'instruments financiers (MIF) – Transposition en droit français – impacts pour les gestionnaires d'actifs.

L'ordonnance du 12 avril 2007⁸ et l'arrêté du 15 mai 2007 homologuant la modification du règlement général AMF⁹ viennent transposer en droit français les dispositions de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF)¹⁰. Cette directive réforme profondément l'architecture des marchés financiers, en reconnaissant notamment des nouveaux systèmes de négociation d'instruments financiers (comme les systèmes multilatéraux de négociation – ou MTF). Elle n'a pas vocation à régir les produits de gestion collective, qui relèvent de la directive 85/611/CEE OPCVM du 20 décembre 1985.

5. Sur la discussion, V. E. Courant et F. Bussière, "La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985", préc.; C. Burford et S. Bremond, "Quelle place pour les Euro Commercial Paper dans les OPCVM coordonnés", *Agefi* du 19 juin 2003; S. Hindle-Barone, "Financement à court terme: vers un marché du papier commercial paneuropéen", *Banque magazine* n°648 juin 2003, p. 40.

6. La France, via le décret n°2003-1103 du 21 novembre 2003 (*Banque & Droit* n°93 janvier-février 2004, p. 40, F. Bussière), avait retenu des conditions strictes quant à l'éligibilité des titres de créance à l'actif des OPCVM français, en exigeant notamment la supervision de l'émetteur par une autorité de contrôle indépendante. Toutefois, l'entrée en vigueur de ces conditions avait été repoussée par le décret n°2005-1703 du 29 décembre 2005 au 31 mars 2007, et ce, dans l'attente de la publication de la directive Actifs éligibles (*Banque & Droit* n°106 mars-avril 2006, p. 50).

7. V. Communiqué de presse AMF du 1er décembre 2005, "Exposition des OPCVM à des indices de type marchandises", disponible sur le site Internet de l'AMF

8. Ordonnance n°2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, publiée au Journal officiel du 13 avril 2007; Également décrets n°2007-901 et 2007-904 du 15 mai 2007 pris pour l'ordonnance du 12 avril 2007, publiés au Journal Officiel du 16 mai 2007; V. *Banque & Droit* n°113, mai-juin 2007, p. 50, H. de Vauplane, J.-J. Daigre,

Toutefois, du fait même du statut unique de la société de gestion retenu en droit français¹¹, le métier de gestionnaire de portefeuille se trouve profondément impacté, notamment sur trois points importants¹².

1. La directive MIF¹³ apporte tout d'abord deux nouveautés essentielles dans la relation commerciale qu'entretiennent les sociétés de gestion avec leurs clients. D'une part, elle institue une obligation de classer la clientèle (personnes physiques ou morales), et ce, selon trois catégories: client non professionnel, client professionnel et contrepartie éligible¹⁴.

B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet.

9. Arrêté du 15 mai 2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié au Journal officiel du 16 mai 2007.

10. Directive publiée au Journal officiel de l'Union européenne du 30 avril 2004; voir également la directive d'application de la Commission 2006/73/CE du 10 août 2006, publiée au Journal officiel du 2 septembre 2006.

11. Quand bien même la directive MIF ne couvre que l'activité de gestion individuelle, la volonté de conserver un statut unique et harmonisé de la société de gestion a conduit l'AMF à appliquer l'ensemble des contraintes organisationnelles issues de la directive MIF à toutes les sociétés de gestion, qu'elles relèvent de la directive MIF ou de la directive OPCVM.

12. S. Janin, "MiFID impact on investment managers", *Journal of Financial Regulation and Compliance* Vol. 15, n°1, 2007. Par ailleurs, le sujet fera l'objet d'une étude plus complète dans une prochaine livraison de *Banque & Droit*.

13. Articles 4-1-10 et 24 de la directive MIF; articles 28 et 40 de la directive 2006/73/CE.

14. Sur la définition de ces catégories, V. articles L. 533-16 et D. 533-11 du Code monétaire et financier; V. A.C. Muller, *Rev. Dr. bancaire et financier* mai-juin 2007, n°129, p. 36.

De ce statut attribué à chaque client va dépendre son niveau de protection et l'application ou non de l'obligation dite de "best execution" (v. ci-après). Autant, le client non professionnel devra bénéficier d'une information complète, autant la contrepartie éligible verra sa compétence présumée. Jusqu'à présent, les gestionnaires retenaient la classification investisseurs qualifiés/non qualifiés, telle que prévue par le régime de l'appel public à l'épargne, notamment en vue de restreindre l'accès des investisseurs à certains OPCVM (notamment OPCVM contractuels et OPCVM à règles d'investissement allégées). Il convient de signaler que les sociétés de gestion, dans leurs relations avec leurs partenaires (banques, entreprises d'investissement, membres de marché), sont également appréhendées comme des clients. Cela signifie qu'elles devront, en accord avec leurs contreparties, définir leur statut au regard de cette classification tripartite. En pratique, compte tenu de la réglementation "acteur" de l'AMF applicable aux gestionnaires¹⁵, ces dernières opteront soit pour le statut de client professionnel soit pour le statut de contrepartie éligible¹⁶.

Cette obligation de classification s'accompagne également de la mise en place de tests d'adéquation pour s'assurer que les services et produits d'épargne proposés aux clients correspondent à leurs besoins. Ces tests diffèrent selon le service d'investissement rendu par le gestionnaire. Ainsi, s'agissant du service de conseil en investissement et de la gestion individuelle de portefeuille, le gestionnaire devra soumettre tous ses clients à des tests relativement lourds. Cet exercice sera plus ou moins contraignant selon la catégorie dont relève le client. Pour les clients non professionnels, le gestionnaire doit se procurer des informations sur leurs objectifs d'investissement, leur situation financière ainsi que leur expérience et compétence financière. Si le prestataire ne dispose pas des informations requises, il ne peut fournir aucun service à son client. En outre, si le gestionnaire considère que le produit ou le service ne correspond pas aux besoins du client, il doit alors l'informer expressément. Si le client insiste pour souscrire, il devrait en principe refuser de contracter.

S'agissant des autres services d'investissement, comme l'activité de réception/transmission d'ordres sur parts ou actions d'OPCVM, le test d'adéquation ne devrait en pratique s'appliquer qu'aux seuls clients non professionnels¹⁷. Il est important de souligner que ce test n'a pas vocation à s'appliquer lorsque le service est fourni à la seule initiative du client. C'est notamment le cas où un investisseur passe par son agence bancaire pour souscrire un OPCVM, sans aucune incitation en ce sens de la part de sa banque. Dans ce cas précis, le distributeur n'est pas tenu d'évaluer la compétence de son client, à condition toutefois que le service porte sur des instruments financiers non complexes. S'agissant des OPCVM, seuls ceux coordonnés au sens de la directive 85/611/CEE sont concernés.

15. V. les articles 313-54 et s. du règlement général AMF qui exigent des moyens humains et techniques importants pour la conduite de l'activité de gestion pour compte de tiers de la part d'une société de gestion de portefeuille.

16. Une société de gestion optant pour le statut de contrepartie éligible peut, selon la directive MIF, être membre de marché et s'exonérer de la sorte des services d'un intermédiaire. Cette faculté a déjà été reconnue à titre exceptionnel par l'AMF : V. communiqué de presse du 19 octobre 2005, disponible sur le site de l'AMF (Banque & Droit n°107 mai-juin 2006, p. 65).

2. Les gestionnaires de portefeuille se trouvent également soumis à l'obligation de *best execution* qui, selon les termes de l'article 21 de la directive MIF, les conduit à "prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution, le meilleur résultat possible"¹⁸. Cette obligation de moyens, appliquée à la gestion d'actifs, soulève deux interrogations majeures. La première prend la forme d'une constatation, à savoir que les SGP n'exécutent pas aujourd'hui les ordres sur instruments financiers admis à la négociation directement sur les marchés financiers. Pour cela, elles recourent aux services d'un intermédiaire agréé. Toutefois, elles doivent sélectionner leurs intermédiaires au regard de cette obligation de meilleure exécution. En cela, elles sont redevables d'une obligation de sélection des contreparties¹⁹. Cette sélection doit être formalisée par les gestionnaires dans une politique écrite qui définit les critères de sélection des membres de marché, à charge pour eux d'obtenir les meilleurs prix, et ce, dans l'intérêt de leurs clients. Cette politique peut être différente selon le type d'instrument financier traité. Les critères définis par le Code monétaire et financier pour apprécier cette obligation sont le prix, le coût, la rapidité de la transaction, la sécurité des transactions (article L. 533-18 du Code monétaire et financier). Il est tout à fait envisageable qu'une société de gestion ne retienne qu'un seul intermédiaire dès lors que ce choix est justifié²⁰. Il est important de souligner que les sociétés de gestion ayant opté pour le statut de contrepartie éligible ne bénéficient pas en principe de la protection offerte par la *best execution*. Le client doit être informé de manière appropriée quant à la politique adoptée par la société de gestion (article 314-75 règlement général AMF). Cette information figurera dans le rapport de gestion de l'OPCVM. Elle devra intervenir au plus tard le 1^{er} novembre 2007 et, pour tout nouveau client, lui être fourni lors de l'entrée en relation. La politique de sélection devra être régulièrement revue, au moins annuellement. La seconde difficulté soulevée par l'application de l'obligation de *best execution* consiste à déterminer si elle a vocation à s'appliquer ou non aux opérations de souscription/rachat de parts ou actions d'OPCVM. La question se pose du fait que les parts ou actions d'OPCVM sont des instruments financiers et relèvent de l'obligation de *best execution*. Pourtant, le mécanisme même des OPCVM ne nous semble pas conciliable avec l'obligation de *best execution*. En effet, s'agissant de ces instruments financiers, il est inutile de recourir aux services d'un membre de marché pour souscrire un OPCVM. En outre, le prix de la transaction se fait sur une valeur liquidative unique, qui reflète la valeur des actifs détenus en portefeuille. La recherche d'un meilleur prix se conçoit donc moins en l'occurrence.

3. La directive MIF (article 26)²¹ encadre également les rétrocessions perçues d'un tiers par un prestataire de services

17. V. article 314-54 du règlement général AMF.

18. Directive transposée à l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier et aux articles 314-69 et s. du règlement général AMF ; V. J.-P. Pinatton et O. Mittlelette, "La *best execution*", Banque & Droit n°102 juillet-août 2005, p. 22.

19. V. article 45-1 de la directive de niveau 2006/73/CE.

20. CESR, "Best execution under MIFID", Public consultation, Février 2007.

21. V. article 314-76 du règlement général AMF ; V. également CESR, "Inducements under MIFID, Recommendations", May 2007.

d'investissement pour un service rendu à l'un de ses clients, (volet de la directive désigné sous le vocable anglais d'*inducement*). Deux cas de figure se présentent au regard de la directive : soit le prestataire est en mesure de justifier que la rémunération est nécessaire à la prestation dudit service ; dans cette situation, le versement de la commission n'est soumise à aucune condition ; soit, si tel n'est pas le cas, la rémunération doit alors répondre 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 ; elle doit améliorer la qualité du service fourni (article 26-b de la directive d'application). Ce régime des rétrocessions concerne tout particulièrement l'activité de distribution d'OPCVM d'un prestataire auprès de ses clients pour le compte d'une société de gestion de portefeuille²². Le distributeur, dans ce schéma, fournit un service de conseil en investissement auprès de ses clients mais également un service de réception/transmission d'ordres dans sa relation avec le gestionnaire dont les OPCVM sont distribués. Le CESR considère que la distribution d'OPCVM doit se conformer aux trois conditions visées ci-dessus. Elles soulèvent cependant des difficultés quant à leur interprétation. Se pose notamment la question à ce jour

de déterminer comment assurer la transparence sur la rémunération exigée par les nouvelles dispositions ? S'agissant de la naissance d'éventuels conflits d'intérêts, la condition posée par la directive rejoint celle déjà exprimée dans le rapport AMF Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers²³. Un distributeur ne doit pas commercialiser des OPCVM inadaptés à ses clients, uniquement en vue de percevoir une rémunération de la part de la société de gestion. Enfin, il convient de relever que CESR considère que le versement d'une rémunération à un distributeur améliore le service fourni dès lors que ce dernier propose à ses clients une large gamme d'OPCVM²⁴.

D'autres enjeux importants pour les gestionnaires figurent dans la directive MIF. On relèvera notamment les dispositions relatives à la détection des conflits d'intérêts ou celles relatives à l'externalisation²⁵. Quel que soit le thème, la directive MIF implique de remettre d'ores et déjà à plat l'ensemble des procédures internes des gestionnaires et effectuer des revues de portefeuille des clients pour déterminer leur statut. Ces actions ne sont pas évidentes, tant certaines dispositions de la directive MIF méritent encore d'être clarifiées²⁶. ■

22. Le nouveau régime concerne également les avantages non monétaires comme les *soft commissions*.

23. Banque & Droit n°105 janvier-février 2006, p. 43, F. Bussière ; C. Stevant, "La transposition de la directive MIF et la mise en œuvre des recommandations de la mission de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation de produits financiers", Entretiens de l'AMF 2006, disponible sur le site Internet de l'AMF.

24. CESR, "Inducements under MIFID, Recommendations", préc.

25. Ces thèmes seront développés dans un prochain numéro de Banque & Droit.

26. S. Janin, "Impacts de la directive MIF sur la responsabilité des sociétés de gestion", Bull. Joly Bourse mai-juin 2007, §65, p. 306.

AVIS AUX LECTEURS Les articles publiés par la revue Banque & Droit n'expriment que le point de vue de leurs auteurs respectifs.

Le contenu de ces articles n'engage pas la revue Banque ou la FBF qui n'entendent pas prendre position à leur égard.

COMITÉ DE RÉDACTION : **Thierry Bonneau**, Université Panthéon Assas (Paris II) ; **Gérard Gardella**, Société Générale ; **Jean-Louis Guillot**, BNP Paribas ; **Nicolas Molfessis**, Université Panthéon Assas (Paris II) ; **Hubert de Vauplane**, BNP Paribas.

BANQUE & DROIT Une publication de la Revue Banque – 18 rue La Fayette, 75009 Paris.

■ Fondateur : François de Juvigny. ■ Adresse Internet : www.revue-banque.fr – Fax : 01 48 24 12 97.

■ **DIRECTEUR DE LA PUBLICATION** Valérie Ohannessian.

■ **REDACTION** Rédacteur en chef : Elisabeth Coulomb.

Secrétariat de rédaction : 1^{er} secrétaire de rédaction : Charlotte Poupon (01 48 00 54 16) ; Christine Hauvette (01 48 00 54 10).

■ **MAQUETTE** 1^{er} maquettiste : Emmanuel Gonzalez, Alexandra Démétriadis.

■ **COMITE DE LECTURE** MM. Thierry Bonneau, Alain Cerles, Gérard Gardella, Jean-Louis Guillot, Jean-Pierre Mattout, Michel Storck, Gérard Wissing.

■ **ABONNEMENTS** NPAI, 26 bis, rue Kleber, 93107 Montreuil Cedex

Fax : 01 43 62 84 29, e-mail : revuebanque.abo@npai.fr

■ **ASSISTANTE ADMINISTRATIVE ET COMMERCIALE** Virginie Baillard (01 48 00 54 54).

■ **PUBLICITE GENERALE** Isabelle Conroux (01 48 00 54 20)

CPPAP – N° 0609 T 84972, Imprimé à Pulnoy (54) par SPEI, Dépôt légal 3^e trimestre 2007.

La reproduction totale ou partielle des articles publiés dans Banque & Droit, sans accord écrit de la Société Revue Banque Sarl, est interdite conformément à la loi du 11 mars 1957 sur la propriété littéraire et artistique.