

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
Direction
des affaires juridiques
Société Générale
Asset Management

Livre Blanc de la Commission européenne sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement

Après son Livre Vert relatif à l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne, adopté le 12 juillet 2005¹, la Commission européenne vient de publier le 15 novembre 2006 un Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement². Cette réflexion est fondamentale dans la mesure où elle esquisse les évolutions prochaines du droit européen de la gestion collective. Elle est le fruit d'analyses initiées avec les autorités de tutelle des États membres³, les associations professionnelles⁴ ainsi que trois groupes d'experts constitués à cet effet par la Commission européenne⁵. Elle part d'un constat sévère de la directive européenne OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985. La Commission considère en effet que *"la directive OPCVM n'est plus suffisante pour relever les nouveaux défis de la concurrence et répondre aux besoins changeants des investisseurs européens. Les principaux éléments de la directive ne remplissent plus leur fonction efficacement. Les libertés qu'elle confère sont obtenues aux prix de coûts de mise en conformité inutilement élevés. Elle n'est pas suffisamment flexible pour permettre aux gestionnaires de fonds actifs dans plusieurs États membres d'organiser ou de restructurer leurs activités"*. Pour cela, le Livre Blanc envisage des modifications de la directive OPCVM.

La première consiste à lever les obstacles administratifs à la commercialisation transfrontalière. Dans le dispositif actuel de la directive OPCVM, un OPCVM coordonné est librement commercialisable dans l'Union

européenne sous réserve de soumettre un dossier à l'autorité de surveillance du pays d'accueil. Cette dernière dispose d'un délai de deux mois pour l'examiner⁶. Or, en pratique, comme le relève la Commission, ce délai est souvent non respecté, pouvant atteindre huit à neuf mois. En outre, en pratique, la procédure se traduit dans certains cas par un nouvel agrément de l'OPCVM concerné. L'intérêt du passeport OPCVM se réduit très fortement. Le non-respect des délais peut également inciter un gestionnaire à distribuer sa gestion sous des enveloppes juridiques autres que les OPCVM (titres de créance ou contrats d'assurance-vie). Le Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM, plus connu sous le sigle anglais CESR), en juin 2006⁷, avait déjà tenté, sans réel succès, de clarifier et fluidifier la procédure. C'est la raison pour laquelle la Commission européenne propose d'amender les articles 44 à 47 de la directive OPCVM relatifs au passeport "produit". Pour cela, elle préconise, d'une part, de simplifier les procédures administratives de commercialisation d'un OPCVM dans les États membres et, d'autre part, de faciliter les échanges des documents entre les autorités de surveillance du pays d'origine et du pays d'accueil, de sorte à ce que l'autorité de tutelle de l'État d'accueil se concentre sur la *"question de savoir si la réglementation locale en matière de commercialisation et de publicité est respectée par les intermédiaires responsables de ces activités dans la juridiction d'accueil plutôt que par le gestionnaire de fonds du pays partenaire"*⁸. Le droit de l'État d'accueil a en effet vocation à s'appliquer.

1. V. Banque & Droit n°104 novembre-décembre 2005, p. 66.

2. Disponible à l'adresse Internet suivante : <http://ec.europa.eu>; Est également disponible sur ce site Internet un rapport d'analyse d'impact, document de travail des services de la Commission accompagnant le Livre Blanc.

3. V. par ex. *"Livre Vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne : réponse de la France au document de consultation présenté par la Commission européenne"*, novembre 2005, disponible sur le site du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

4. Notamment l'EFAMA, l'AFG ou l'IMA.

5. La Commission, suite au Livre Vert, a constitué trois groupes d'experts en vue d'établir un rapport sur les thèmes développés dans ledit livre. Trois rapports ont été rédigés, traitant de l'efficacité du marché des fonds, des fonds alternatifs et du capital investissement. Ces rapports sont disponibles sur le site Internet de l'Union européenne. Ces rapports ont

appelé de la part de l'AMF des observations : "Réponse de l'Autorité des marchés financiers aux travaux du groupe d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actif", 31 octobre 2006, disponible sur le site Internet de l'AMF.

6. Article 46 de la directive OPCVM.

7. Par recommandations publiées le 26 juin 2006 ("CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS", disponibles sur le site du CESR : www.cesr-eu.org), le CESR a voulu faciliter le passeport européen, en rappelant d'une part le rôle limité de l'autorité de surveillance du pays d'accueil, notamment par l'obligation pour ce dernier de motiver les suspensions de délai d'examen du dossier et, d'autre part, en fournissant des modèles standards de documents nécessaires à l'exercice du passeport (par ex. attestation de conformité).

8. Selon l'AMF ("Réponse de l'AMF aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs", préc.), *"l'idée selon*

La seconde modification de la directive OPCVM envisagée par le Livre Blanc consiste à faciliter les fusions transfrontalières entre OPCVM relevant d'États membres différents. À ce jour, selon la Commission européenne, 54 % des OPCVM gèrent moins de 50 millions d'euros d'actifs. La piste consistant à accroître la taille des fonds, via ces fusions, avait déjà été évoquée par la Commission dans son Livre Vert. Cependant, des obstacles réglementaires et fiscaux, ne favorisent pas à ce jour ces fusions (seulement 3,5 % des fusions d'OPCVM présentent un caractère transfrontalier). La Commission entend créer en conséquence un régime favorable à ces fusions, tout en préservant l'intérêt des investisseurs (information préalable à l'opération; sortie sans frais de l'OPCVM). L'opération de fusion devra être fiscalement neutre pour l'investisseur. Des économies d'échelle, susceptibles de profiter à l'investisseur, peuvent être également réalisées via des regroupements d'actifs gérés. La technique de regroupement peut principalement se présenter sous deux formes. La première, connue en droit français, est le regroupement d'entités (mécanisme dit de "entity pooling") via des OPCVM maître et nourricier. La gestion financière est logée au sein de l'OPCVM maître, lui-même souscrit par les OPCVM nourriciers à hauteur de 100 % de leur actif. L'avantage de cette technique est de créer des nourriciers dans chaque État membre, sachant que de nombreux investisseurs souscrivent, pour des raisons réglementaires et culturelles, des OPCVM régis par leur propre droit. Elle permet ainsi de générer des économies d'échelle sensibles. La Commission entend modifier les dispositions de la directive OPCVM relatives aux règles de composition des actifs des OPCVM coordonnés pour permettre ces mécanismes de gestion. On se souvient que l'AMF a déjà exprimé, sur ce thème, une position tendant à préserver avant tout l'intérêt des investisseurs et a rappelé que les OPCVM maîtres-nourriciers supposaient préalablement une parfaite coordination entre les autorités de surveillance européennes⁹. La seconde technique de regroupement d'actifs envisagée dans le Livre Blanc, appelée regroupement virtuel, consiste à gérer plusieurs OPCVM en "recourant à des technologies informatiques leur permettant d'être gérés comme s'ils faisaient partie d'un seul fonds"¹⁰. Chaque OPCVM se trouve divisé en plusieurs poches, chacune étant gérée au sein de pools distincts. Cette technique est déjà éprouvée dans certains États membres. Mais, comme le relève justement l'AMF, "le pooling virtuel n'assure pas une sécurité suffisante aux investisseurs, notamment dans le cas où la ségrégation des actifs et l'égalité des porteurs ne sont pas garanties"¹¹. C'est la raison pour laquelle l'autorité de tutelle française est

"favorable à ce que l'étude approfondie de la faisabilité du pooling transfrontière fasse l'objet de travaux du CESR"¹². La Commission, dans son Livre Blanc, adopte une position similaire. Elle étudiera "le bien fondé des techniques de regroupement virtuel et évaluera la nécessité de modifier la directive pour garantir la sécurité juridique et créer les conditions d'une gestion et d'une surveillance efficaces de ces structures".

La troisième piste de réforme de la directive OPCVM est la reconnaissance d'un passeport au profit des sociétés de gestion. Aujourd'hui, aux termes de la directive OPCVM¹³, une société de gestion ne peut gérer à distance un OPCVM relevant d'un autre État membre. Pour ce faire, elle doit conclure une convention de délégation de gestion financière avec une société de gestion locale ou créer directement dans l'État d'accueil une filiale. Ces deux mécanismes sont coûteux, tout particulièrement l'établissement d'une filiale¹⁴. La Commission propose en conséquence de modifier la directive OPCVM en vue de reconnaître expressément un véritable passeport aux gestionnaires d'OPCVM. Un tel passeport "ne devra pas vider de sa substance le contrôle effectué dans le pays de domiciliation". Une répartition des contrôles effectués par les autorités de surveillance devra être établie très clairement. En revanche, un tel passeport n'est pas préconisé par la Commission en faveur des déposataires "au motif que les éventuels avantages marginaux d'une telle possibilité semblent peser de peu de poids face aux aménagements considérables qu'il conviendrait d'introduire dans la directive pour harmoniser les responsabilités et les fonctions du dépositaire". La difficulté principale est d'harmoniser le métier de dépositaire au niveau européen, chaque État membre retenant une définition propre de ce métier¹⁵. Toutefois, pour permettre un plus grand choix des dépositaires, "la Commission invitera en particulier les États membres à autoriser les succursales des banques agréées dans un autre État membre à assurer les fonctions de dépositaire, et à permettre aux dépositaires de déléguer la garde/conservation de certains actifs à un dépositaire d'un autre État membre"¹⁶.

Comme le relève la Commission, si ces propositions de modification sont reprises à l'occasion d'une réforme de la directive OPCVM, elles doivent naturellement profiter à l'investisseur final. Pour cela, ce dernier doit être parfaitement informé sur les caractéristiques des OPCVM offerts pour souscrire le plus compétitif. Sur ce thème, deux réflexions sont ouvertes par le Livre Blanc. La première concerne le prospectus de l'OPCVM. La Commission souligne que ce "document est trop long ou mal compris pour les

laquelle ce serait aux autorités compétentes d'assurer le transfert des dossiers de notification déresponsabiliserait les sociétés de gestion. En outre, une telle procédure ne ferait pas nécessairement gagner du temps".

9. "Réponse de l'AMF aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs", préc.

10. V. le Livre Vert sur "l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne", préc.

11. "Réponse de l'AMF aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs", préc.

12. "Réponse de l'AMF aux travaux des groupes d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs", préc.

13. Article 8 de la directive, V. F. Bussière et E. Courant, "La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985", Banque & Droit n°86, novembre-décembre 2002, p. 6.

14. Du fait que la filiale doit être dotée d'un capital minimum (125 000 euros) et de moyens humains et techniques consistants. Elle ne peut en aucune manière constituer une simple boîte aux lettres, au sens de l'article 5 octies de la directive OPCVM. Selon la Commission (rapport d'analyse d'impact, préc.), la reconnaissance du passeport au profit du gestionnaire permettrait de réaliser annuellement des économies de l'ordre de 381 à 762 millions d'euros.

15. V. Consultation AMF sur son projet de règlement général relatif à l'activité de dépositaire d'OPC, juillet 2006, Banque & Droit n°109 septembre-octobre 2006, p. 65, F. Bussière.

16. Les succursales n'ayant pas de personnalité juridique propre, cette proposition revient à désigner un dépositaire régi par un droit distinct de celui applicable à l'OPCVM.

personnes auxquelles il est destiné. Il a été victime des divergences dans la transposition du texte le concernant, avec parfois l'ajout de surcharges inutiles (*gold-plating*)". Sa mise en place a également entraîné des frais considérables pour les gestionnaires d'actifs¹⁷. Ce même constat a amené l'AMF à introduire en droit français le prospectus simplifié sous format libre, destiné à fournir une information plus synthétique et compréhensible à l'investisseur sur l'OPCVM proposé¹⁸. Pour ce faire, la Commission entend agir en deux temps pour harmoniser et simplifier ce support d'information : d'une part, réformer la directive OPCVM pour clarifier les objectifs fondamentaux et les principes directeurs du prospectus simplifié et, d'autre part, dans l'attente de cette réforme, la Commission réexaminera sa recommandation¹⁹ en vue d'améliorer l'information sur les risques, les coûts et les performances de l'OPCVM²⁰. La seconde piste de réflexion concerne les réseaux de distribution d'OPCVM, et notamment la procédure de sélection des OPCVM que le distributeur entend promouvoir auprès de ses clients. Le risque est de voir celui-ci promouvoir les fonds pour lesquels il bénéficie d'une rémunération importante au titre de son activité de placement, et ce, au détriment des intérêts de ses investisseurs. Ce thème est au centre des développements du rapport Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers²¹. La Commission européenne renvoie, sur cet aspect, à la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004 qui, selon elle, fournit des outils efficaces et adaptés pour prévenir les conflits d'intérêts pouvant naître entre le gestionnaire et son distributeur²².

Enfin, le Livre Blanc s'attarde sur l'éventuelle création d'un marché unique pour les fonds de détail non har-

monisés, que sont notamment les fonds immobiliers, les fonds alternatifs et les OPC de capital investissement. Du fait de leur politique de gestion, ces fonds ne peuvent bénéficier de la coordination au sens de la directive OPCVM de 1985. Toutefois, ces produits d'épargne peuvent être souscrits par une clientèle large dans certains États membres, soit en raison d'une réglementation nationale particulière²³, soit du fait de structurations particulières²⁴. Si la Commission se réserve encore du temps pour étudier la mise en place d'un marché unique pour ces produits d'épargne, elle reconnaît d'ores et déjà l'opportunité d'instaurer un régime de placement privé pour ces OPC lorsqu'ils sont souscrits par des investisseurs qualifiés ou assimilés (par ex. les investisseurs institutionnels)²⁵. Cette initiative doit être saluée car ces investisseurs, par définition, disposent des moyens humains et techniques pour apprécier les risques spécifiques encourus à l'occasion de tels investissements. La Commission européenne, en liaison avec le CESR et le groupe européen d'experts de marché de valeurs mobilières, devra rendre un rapport à l'automne 2007 sur les modalités d'une telle approche.

L'ensemble de ces propositions développées par la Commission dans le Livre Blanc doivent être saluées car elles permettent aux OPCVM régis par la directive OPCVM de répondre aux attentes des investisseurs. La Commission devrait également très prochainement préciser, par une directive d'application, les actifs éligibles aux OPCVM coordonnés (notamment les billets de trésorerie et les dérivés de crédit). Enfin, au niveau européen, il conviendra d'être très vigilant sur la transposition de la directive MIF qui impacte, à bien des égards, l'activité de gestion de portefeuille. ■

17. Le passage au prospectus complet a été chiffré par l'AFG à environ 50 millions d'euros pour les sociétés de gestion françaises.

18. V. Instruction AMF n°2006-02; Banque & Droit n°52, juillet-août 2005, p. 51, F. Bussière.

19. Recommandation 2004/384/CE du 27 avril 2004 concernant certains éléments du prospectus simplifié décrit au schéma C de l'Annexe I de la directive 85/611/CE du Conseil.

20. Le groupe d'experts avait envisagé d'aligner le passeport OPCVM sur le régime prévu par la directive Prospectus et réduire de la sorte de notification à 3 jours ouvrés. Ce délai a été jugé totalement irréaliste par l'AMF.

21. Rapport du 21 novembre 2005, disponible sur le site Internet de l'AMF; Banque & Droit n°105 janvier-février 2006, p. 43, F. Bussière.

22. En application de l'article 26-2 de la directive d'application MIF, la rémunération versée par le gestionnaire au distributeur doit être transparente vis-à-vis du client, améliorer la qualité du service fourni par le distributeur et ne pas générer des conflits d'intérêts. Aux termes du considérant 39 de la directive d'application, un distributeur offrant un service de conseil à l'occasion de la promotion d'OPCVM remplirait ces conditions. V. également en ce sens la consultation du CESR de décembre 2006 relative à l'interprétation de l'article 26 ("*Inducements under MiFID*", disponible sur le site de CESR).

23. Par exemple, la création par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 des OPCVM contractuels et des OPCVM à règles d'investissement allégées.

24. V. notamment B. Henry, "L'Europe peut devenir un Eldorado pour les hedge funds", L'Agefi hebdo du 15 au 21 février 2007, p. 6, qui remarque, à juste titre, que "*le cadre réglementé harmonisé de la directive Prospectus offre aux hedge funds cotés un accès au marché européen que la directive OPCVM leur refus*".

25. Une autre approche avait également été examinée au niveau européen consistant à réguler le gestionnaire de tels fonds, pour s'assurer qu'il dispose des compétences pour réaliser les gestions proposées (à l'image des programmes d'activités français). En ce sens, V. Rapport du Parlement européen "Purvis", Banque & Droit n°92, novembre-décembre 2003, p. 41; C'est également une solution préconisée par le groupe d'experts sur la gestion alternative (préc.) qui, selon l'AMF, "*paraît en effet la seule viable en termes de régulation. L'idée d'une reconnaissance mutuelle automatique par les États membres de leurs régimes nationaux de fonds alternatifs a, en effet, peu de chance de se concrétiser sans l'émergence d'un standard commun*".