

Directive OPCVM IV

NOUVELLES RÈGLES, NOUVEAUX DÉFIS POUR LA GESTION D'ACTIFS



**DAVID
MASSON**
Docteur en
droit, avocat,
Legal Financial
Services
Ernst&Young,
Société
d'Avocats

La directive OPCVM IV¹ bouleverse le cadre européen de la gestion d'actifs. La Commission européenne en a récemment précisé les modalités d'exécution de niveau 2 qui devront être transposées au plus tard le 1^{er} juillet 2011. Au même moment, l'AMF a publié son rapport final et 14 recommandations sur la régulation de la gestion d'actifs² tandis que le CESR a publié deux guides et deux *consultation papers* sur le KID³... Dans ce contexte d'importante production normative, il apparaît opportun de présenter un état des lieux consolidé du corpus textuel de mise en œuvre de la directive.



**HOUDA
DAMON**
Docteur en
droit, avocate,
Legal Financial
Services
Ernst&Young,
Société
d'Avocats

En dépit du succès considérable des OPCVM, beaucoup stigmatisaient les différentes faiblesses du régime européen. Ainsi, en 2005, la Commission européenne publiait un « livre vert »⁴ qui relevait et présentait les différentes difficultés de ce régime. La Commission faisait cumulativement état des défaillances et obstacles du passeport européen pour les OPCVM, de la nécessité d'améliorer la qualité des documents destinés aux investisseurs, de la prolifération de petits fonds insuffisamment performants ainsi que des contraintes

liées à la spécialisation fonctionnelle et régionale. Or, la directive OPCVM IV vise à corriger l'ensemble de ces dysfonctionnements, ce qui amène les acteurs de la gestion d'actifs à se mobiliser pour comprendre les nouvelles règles devant faciliter la commercialisation paneuropéenne des produits financiers et résoudre les défis qui se présentent à eux.

FACILITER LA COMMERCIALISATION DES PRODUITS FINANCIERS

Le 23 septembre 2010, l'AMF a présenté ses différents chantiers dans le cadre de la transposition en France⁵ de la directive. Lors du colloque intitulé « Directive OPCVM IV : quelles conséquences pour les sociétés de gestion de portefeuille ? ». L'AMF en a profité pour rappeler les grands principes de la directive et expliquer les principales orientations qu'elle souhaite prendre, à savoir : la nécessité de recentrer la réglementation de l'AMF sur la commercialisation des OPCVM (avec notamment un contrôle *a posteriori* renforcé), l'accompagnement dans la mise en place d'un KID étendu aux OPCVM non coordonnés ainsi que les perspectives de changements réglementaires et de doctrine afin de doter les SGP d'outils compétitifs.

Un passeport européen fondé sur le principe de reconnaissance mutuelle⁶. Les sociétés de gestion pourront désormais recourir à la procédure du passeport européen afin de gérer des fonds sur une base transfrontalière. Plus précisément, ce passeport permettra aux sociétés de gestion d'OPCVM d'exercer dans d'autres États membres les activités pour lesquelles elles ont reçu initialement une autorisation des autorités de leur État d'origine (incluant l'établissement et la gestion d'OPCVM).

1. Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, JOUE, n° L. 302, 17 novembre 2009, p. 32.
2. Rapport final du comité de place du 26 juillet 2010.
3. Key Information Document – document d'informations clés pour l'investisseur.
4. « Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne », (COM 2005) 314 final, 12 juillet 2005. V. sur ce thème : F. Bussièrre, « Commission européenne – Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne », *Banque & Droit* n° 104, novembre-décembre 2005, p. 66.

5. Transposition qui se veut littérale.
6. Notons que le passeport européen a pris entre les États membres des allures de sujet extrêmement politique en ce que certains pays ont songé à l'exclure du champ de la directive (V. à ce sujet : L. Garnaud, « Sociétés de gestion, le passeport européen menacé », *Option finance*, n° 972, 17 mars 2008, p. 43.

Ces activités pourront être menées soit par le biais de la libre prestation de services soit par l'établissement d'une succursale dans les États membres d'accueil. La commercialisation pourra s'effectuer au plus tard dans les dix jours ouvrables qui suivent l'envoi par l'OPCVM du dossier de notification au régulateur de son pays d'origine⁷. Les sociétés de gestion continueront à être régulées par l'autorité de régulation de leur pays d'origine, mais seront également soumises aux règles de l'autorité de régulation du pays de domiciliation des fonds (règles relatives à leur constitution et à leur fonctionnement). De plus, le passeport européen autorisera les sociétés de gestion à recourir à des prestataires de services localisés en dehors du pays de domiciliation des fonds, à l'exception cependant du dépositaire pour lequel il conviendra dans un avenir proche de transposer les mesures adéquates lui permettant de remplir ses obligations relativement à un fonds géré sur une base transfrontalière. En cette matière, les règles de niveau 2⁸ issues de la directive d'application 2010/43 du 1^{er} juillet 2010 détaillent les relations entre le dépositaire et la société de gestion lorsque tous deux sont situés dans des États membres différents (à savoir mentions obligatoires devant figurer dans la convention, procédures à suivre, description des moyens, etc.). Les précisions qui seront prochainement apportées par le CESR et la Commission sur le rôle et la responsabilité des dépositaires d'OPCVM sont dès lors très attendues.

Simplification de la commercialisation paneuropéenne.

La procédure de notification, par laquelle les actions ou parts d'un fonds établi dans un État membre de l'Union européenne peuvent être distribuées aux investisseurs d'un autre État membre, est simplifiée et accélérée. À l'avenir, les OPCVM devront notifier leur intention de distribution transfrontalière à l'autorité de régulation de leur État membre d'origine. Cette dernière transmettra ensuite les informations requises aux autorités de régulation des États membres d'accueil. Le délai de commercialisation des fonds et la procédure administrative afférente seront ainsi significativement réduits. Les règles de niveau 2 précisent la forme et le contenu tant de la lettre de notification que de l'attestation de conformité (annexes 1 et 2 du Règlement n° 584/2010). De son côté, l'AMF devra publier sur son site Internet, en version anglaise,

les règles nationales applicables à la commercialisation des OPCVM (règles sur la publicité, la présentation des documents commerciaux, le démarchage...).

Instauration d'un document d'informations clés pour l'investisseur. Les évolutions normatives récentes témoignent d'une démarche plaçant l'investisseur ou l'épargnant au cœur des préoccupations⁹. Une des raisons ayant ainsi conduit aux recommandations du rapport Delmas-Marselet de novembre 2005 résidait dans la nécessaire prévention des ventes inadaptées à la situation et aux objectifs des investisseurs (misselling)¹⁰ en considération d'une information jugée trop souvent volumineuse et peu claire. Or, le KID, qui devra être remis gratuitement à chaque investisseur et dont tous les fonds coordonnés (et non coordonnés selon la position de l'AMF) devront disposer au plus tard le 1^{er} juillet 2012, semble remédier à ces critiques, mais surtout à celles adressées au prospectus simplifié¹¹ au regard notamment de la coûteuse mise en œuvre de ce dernier¹².

Le KID devra contenir une information précontractuelle standardisée, synthétique (maximum 2 ou 3 pages pour les fonds structurés), non-technique et faisant état d'éléments suffisamment compréhensibles. Il est dès lors permis de penser que le KID aura vocation à être un instrument de « gestion des risques »¹³, mais également que l'information destinée aux investisseurs est désormais de moins en moins une libre entreprise. L'AMF a prévu de publier un guide de rédaction du KID prévu pour novembre 2010¹⁴.

Par ailleurs, il convient de mentionner que la Commission européenne est venue préciser dans son règlement 583/2010 du 1^{er} juillet 2010 le détail, l'ordre et la présentation des rubriques du KID en dressant une liste des informations minimum requises (à savoir, notamment, une description de la politique et des objectifs d'investissement, un historique des performances, les coûts et les charges supportés par les investisseurs, le profil de risque et de performance du fonds en incluant des précisions sur les risques associés). C'est également cette démarche qui a présidé tant aux deux consultations papers du CESR du 20 juillet 2010¹⁵, qu'aux deux guides¹⁶ pré-

7. D. Lukacs, « Les nouveaux régimes de passeports sous OPCVM IV », *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2010, p. 54

8. Quatre textes doivent être mentionnés :
 • la directive 2010/43/UE du 1^{er} juillet 2010 concernant les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion ;
 • la directive 2010/42/UE du 1^{er} juillet 2010 concernant certaines dispositions relatives aux fusions de fonds, aux structures maître-nourricier et à la procédure de notification ;
 • le Règlement (UE) n° 583/2010 du 1^{er} juillet 2010 de la Commission concernant les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site Web ;
 • le Règlement (UE) n° 584/2010 du 1^{er} juillet 2010 de la Commission concernant la forme et le contenu de la lettre de notification normalisée et de l'attestation OPCVM, l'utilisation des communications électroniques entre autorités compétentes aux fins de la notification, ainsi que les procédures relatives aux vérifications sur place et aux enquêtes et à l'échange d'informations entre autorités compétentes.

9. V. Rapport de Bruno Deletré sur le contrôle du respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle dans le secteur financier, juillet 2009. V. également entretien accordé par J. Delmas-Marsalet intitulé « Une commercialisation centrée sur la relation client », in dossier spécial : « Distributions des produits financiers : le choix assumé de l'autorégulation », *Revue Banque* n° 684, octobre 2006, p. 24.

10. V. Rapport Delmas-Marselet pour le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie du 21 novembre 2005 relatif à la commercialisation des produits financiers.

11. Critiques fondées sur le fait, qu'en raison d'une harmonisation minimale, chaque régulateur national pouvait exiger des éléments complémentaires d'information.

12. J. Abisset, « Directive OPCVM IV : documents d'information et commercialisation », *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2010, p. 173.

13. Expression empruntée au Professeur J.-M. Mousseron à propos du contrat en général, « La gestion des risques par le contrat », *RTD civ.* 1988, p. 481.

14. V. colloque AMF du 23 septembre 2010.

15. « Consultation paper - A guide to Clear Language and Layout for the Key Investor Information Document » : CESR/10-532, 20 juillet 2010 ; « Consultation paper - CESR's Template for the Key Investor Information document » : CESR/15-794, 20 juillet 2010.

16. « CESR's Guidelines on the Methodology for the Calculation of the Synthetic Risk and Reward Indicator » : CESR/10-673, 1^{er} juillet 2010 ; « CESR's Guidelines on

cisant les méthodes de calcul de l'indicateur synthétique de risque et de rendement ainsi que celles se rapportant aux frais courants.

Simplification des opérations de fusions transfrontalières ou de fusions nationales présentant un intérêt transfrontalier¹⁷. La directive OPCVM IV met en place de nouvelles règles visant à faciliter la fusion transfrontalière de fonds¹⁸ conçue comme l'opération dans laquelle au moins deux OPCVM coordonnés sont établis dans des États membres différents ou celle qui prend la forme d'un nouvel OPCVM établi dans un autre État membre¹⁹. Elle énonce trois techniques de fusion :

- la fusion-absorption ;
- la fusion par création d'une société nouvelle ;
- la fusion par amalgamation ou concentration d'OPCVM²⁰.

Dans ce schéma, le dossier d'agrément sera instruit par l'autorité de régulation du fonds absorbé. Il faut préciser que des contrôles provenant de tiers indépendants interviendront afin de valider, avant la fusion, les critères utilisés pour l'évaluation de l'actif net des fonds impliqués dans la fusion et pour le calcul de la parité d'échange. Les opérations de fusion devraient favoriser la création de fonds à distribution transfrontalière de taille beaucoup plus dense. En toute hypothèse, une attention toute particulière devra être portée sur la rédaction du traité de fusion, l'évaluation des actifs ainsi qu'une définition de la méthode de calcul du ratio d'échange.

La structure master-feeder²¹. La directive autorise désormais les structures maître-nourricier²², où les OPCVM maître et nourricier sont établis soit dans le même État membre soit dans des États membres différents et où le nourricier investit la majorité de ses actifs dans le maître (au moins 85 % en actions ou en parts – le reliquat pouvant être investi en actifs liquides ou positions dérivées – et jusqu'à la totalité des actifs) défini comme un OPCVM ou un compartiment d'OPCVM qui compte au moins un OPCVM nourricier parmi ses porteurs de parts, qui n'est pas lui-même un OPCVM nourricier et qui ne détient pas de parts d'un OPCVM nourricier²³. Un procédé d'échanges d'information est organisé entre les dépositaires des fonds maîtres et nourriciers ainsi qu'entre les auditeurs des deux structures.

the Methodology for Calculation of the Ongoing Charges Figure » : CESR/10-674, 1^{er} juillet 2010.

17. V. en particulier sur ce thème : I. Riassetto, « Les fusions de la directive OPCVM IV », *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2010, p. 156 ; « CESR's Technical Advice to the European Commission on level 2 Measures Relating to Mergers of UCITS, Master-Feeder UCITS Structures and Crossborder Notification of UCITS » : CESR/09-1186, décembre 2009.
18. L'AMF a rappelé lors du colloque du 23 septembre 2010 qu'elle ne s'opposait pas à la fusion de fonds ayant des profils de risques différents.
19. Article 2, §1, q de la directive.
20. Mécanisme où un OPCVM ou compartiment d'OPCVM, continuant à exister le temps que le passif ait été apuré, transfèrent leurs actifs nets à un autre compartiment d'investissement d'OPCVM existant à un compartiment d'investissement d'OPCVM.
21. J. Sutour, « Le renouveau des OPCVM maîtres-nourriciers sous l'empire de la directive UCITS IV », *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2010, p. 181.
22. Article 58 à 67 de la directive.
23. Article 58 § 3 de la directive.

LES DÉFIS : PERMETTRE UNE MEILLEURE ALLOCATION D'ACTIFS DANS UN CADRE NORMATIF ACHEVÉ ET COMPÉTITIF

Rationaliser les gammes et revoir les politiques de distribution ou choix organisationnels. Tout d'abord, si les aspects administratifs liés à la gestion des OPCVM seront fondamentaux, les fonctions support (ex : à travers la centralisation de ces fonctions) ou l'organisation générale de la gestion (ex : à travers la création de centres d'excellence par typologie de gestions) seront également des critères de différenciation.

De même, la simplification des démarches transfrontalières de fusion de fonds ainsi que la mise en place de structures maître-nourricier conduiront au lancement des projets de rationalisation de gammes tant réclamés par la profession, ce qui augmentera la taille des fonds et améliorera mécaniquement leur rentabilité par une diminution des coûts fixes ou plus généralement des frais de distribution et d'administration via de potentiels regroupements d'actifs (*asset pooling*). Plus encore, le libre choix des prestataires de services par un promoteur ou une société de gestion facilitera une concurrence accrue sur les prix, mais dépendra en revanche largement de facteurs tels que la flexibilité de l'environnement réglementaire ou la disponibilité des autorités de régulation. Ensuite, les accords de distribution devront être revus afin d'abaisser les coûts de commercialisation et de nouer de nouveaux partenariats au niveau européen (banque de détail, supermarché de fonds, etc.). Enfin, les exigences en matière de gestion des conflits d'intérêts²⁴, d'organisation et de contrôle interne (existence d'une fonction « compliance » et d'audit interne indépendante) devront être renforcées par les sociétés de gestion.

Les récentes règles de niveau 2²⁵ précisent les impératifs minimum relatifs à l'organisation et aux différentes règles de conduite des affaires qui s'imposeront aux sociétés de gestion. Ces mesures rappellent un certain nombre de règles d'organisation et de gouvernance inspirées de la directive MIF²⁶, en matière notamment de transparence optimale quant aux rémunérations et autres avantages reçus ou payés par la société de gestion. Il faut tout de même préciser que le KID représentera pour les sociétés de gestion un coût certain tant dans la phase de compréhension du contenu exigé que dans la phase de production. L'instauration d'un format unique obligera les promoteurs d'OPCVM à s'adapter à cette nouvelle exigence et à mettre en place des processus de gestion d'informations et de documents permettant d'être prêts rapidement, même s'ils pourront bénéficier d'une période transitoire d'un an après l'entrée en

24. F. Bussière et O. Mitteleite, « Commercialisation d'OPCVM et conflits d'intérêts », *Bull. Joly Bourse*, novembre-décembre 2008, p. 555.

25. V. directive 2010/43/UE du 1^{er} juillet 2010.

26. V. sur l'application de la directive MIF aux sociétés de gestion : S. Janin, « Impacts de la directive MIF sur la responsabilité des sociétés de gestion », *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2007, p. 306 ; Conférence de l'AMF du 30 janvier 2007 intitulée « Transposition de la directive MIF : les sociétés de gestion dans le nouveau règlement général de l'AMF ».

vigueur de la directive. Dans ce contexte, l'AMF a prévu de publier des lignes directrices pour accompagner les gestionnaires dans la rédaction du KID.

Se doter d'un cadre normatif achevé et compétitif. La directive ne réglera pas tous les points en suspens et exigera des changements législatifs ou réglementaires complémentaires, notamment en matière de fiscalité. À ce titre, la fusion de fonds transfrontières buttera sur un obstacle de taille, l'absence d'harmonisation de la fiscalité européenne notamment en matière de TVA. De même, le choix du lieu d'implantation du fonds maître comme des sociétés de gestion sera largement influencé par l'existence d'un régime fiscal favorable. Mais, en toute hypothèse, une exigence demeure : définir clairement²⁷ l'activité de distribution d'instruments financiers pour clarifier et organiser les obligations et responsabilités²⁸ entre la société de gestion et le distributeur *a fortiori* en architecture ouverte où la nature et l'étendue de l'obligation d'information des prestataires de services d'investissement²⁹ prend tout son sens. La notion de distribution renvoie à des activités très variées qui sont encadrées par de nombreux textes normatifs. La complexité qui en résulte, risque, à terme, de nuire à la sécurité juridique de l'investisseur. Une définition permettrait de gommer en partie la multiplicité des statuts des acteurs de la distribution d'OPCVM³⁰ ainsi que l'hétérogénéité des modèles de distribution qui vont à l'encontre de l'objectif de protection de l'investisseur. Il faut toutefois reconnaître que de louables changements sont récemment intervenus tant pour organiser les relations entre producteurs et distributeurs³¹ que pour recentrer l'action du régulateur sur le suivi de la commercialisation et notamment l'analyse des documents commerciaux³².

Rendre plus attractive la place financière de Paris. La création d'un véritable marché intégré des OPCVM entraînera une concurrence accrue entre les sociétés de gestion, mais aussi entre les places financières afin d'attirer les différents acteurs. Le Luxembourg et l'Irlande jouissent déjà d'un statut privilégié en la matière³³ et ont montré

leur intérêt marqué pour la directive³⁴. Ces deux places ont, en plus des avantages fiscaux qu'elles peuvent procurer, développé un savoir-faire indéniable en matière de gestion d'actifs dans des domaines tels que la valorisation ou l'administration des fonds. En revanche, pour des fonds ou des sociétés de gestion en création, il est d'ores et déjà possible de s'interroger sur les futurs choix de domiciliation. Il reste dès lors aux autorités nationales de chaque État membre à améliorer leur attractivité. C'est ainsi que pour optimiser le recours au nouveau passeport européen, l'AMF envisage d'adopter une réglementation et des modalités de traitement propices à l'installation et au développement de sociétés de gestion en France. De même, elle prévoit de rationaliser et de simplifier l'offre actuelle, en France, des véhicules de placements collectifs pour que les investisseurs et les professionnels français ou étrangers en aient une meilleure compréhension (recommandation 7 du rapport final de l'AMF). En outre, elle souhaite aligner sur les standards européens, d'une part les conditions d'agrément des OPCVM, d'autre part les règles d'affichage des frais à la charge du souscripteur. Enfin, elle a également prévu de diffuser plus largement sa doctrine et de mettre en place un guichet unique pour le traitement de toutes les demandes de passeport en vue d'inciter à la domiciliation en France (recommandation 9 du rapport final de l'AMF).

UNE DÉMARCHE VOLONTAIRE EST INDISPENSABLE

La directive OPCVM IV a vocation à constituer une étape majeure dans la construction d'un espace européen harmonisé³⁵ de la gestion d'actifs. Parallèlement, certains chantiers s'achèvent³⁶ et d'autres vont commencer, notamment en matière d'investissement de détail³⁷. Dans les faits, la directive laisse présager un réel potentiel de développement commercial. Cependant, les rationalisations envisagées ne deviendront réalité que si les sociétés de gestion mènent des démarches volontaires en amont. En effet, une réflexion aboutie tant sur les structures futures des gammes de produits domestiques et transfrontaliers que sur l'organisation de la gestion et de l'administration de ces produits exigera un important travail d'anticipation. ■

27. Rappelons que pour le Professeur J.-L. Bergel, la définition « est un modèle permettant une comparaison. Elle doit fournir, pour le mot ou l'expression qui la désigne, sa signification exacte. Elle doit en dénombrer les éléments constitutifs, en énoncer les interactions et exprimer les caractères distinctifs du concept envisagé » in « Méthodologie juridique », PUF, 2001, p. 261, n° 7.

28. V. F. Bussière, « Droit de la responsabilité civile et gestion collective », *Bulletin Joly Bourse*, mai-juin 2007, p. 298.

29. Article L 533-11 du Code monétaire et financier. V. N. Mathey, « Obligation d'information du professionnel sur les risques des produits financiers proposés », *RDBF*, novembre-décembre 2008, p. 20 ; J.-M. Moulin, « Responsabilité des banques en matière de commercialisation de produits financiers », *RDBF*, mars-avril 2010, p. 21.

30. L'AMF a évoqué l'idée, lors du colloque du 23 septembre, d'uniformiser le statut des distributeurs dès lors qu'il y a cumul de deux statuts réglementés.

31. Décret n° 2010-40 du 11 janvier 2010 relatif aux conventions entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits d'assurance sur la vie, *JORF* du 13 janvier 2010, p. 674.

32. V. « Guide AMF de bonnes pratiques pour la rédaction de documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers », 21 juin 2010. On peut également rappeler la création du pôle commun entre l'ACP et l'AMF par une convention du 30 avril 2010 (voir communiqué de presse commun du 30 avril 2010).

33. A. Séverin, « Le Luxembourg plébiscité par les sociétés de gestion », *La Tribune*, 30 mars 2004.

34. Au Luxembourg, un projet de loi portant transposition de la directive a été déposé à la Chambre des députés le 6 août 2010.

35. Avec l'objectif également d'une meilleure uniformisation dans la transposition des textes européens qui permettrait, dans bien des cas, de rendre le système financier moins vulnérable (European Investors' Working Group, Final Report, « Restoring Investor Confidence in European Capital Markets », March 2010, p. 2).

36. S. Janin, « La réglementation des fonds alternatifs : ne pas confondre vitesse et précipitation », *Revue Banque* n° 716, septembre 2009, p. 31 ; C. Malecki, « La future réglementation des Hedge Funds : l'Europe financière doit-elle passer à la vitesse supérieure? », *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2010, p. 86.

37. « Communication de la Commission au Parlement européen et au Conseil relative aux produits d'investissements de détail », 29 avril 2009 ; V. également Rapport AMF présidé par Jacques Delmas-Marselet d'octobre 2008 sur l'harmonisation des règles de commercialisation applicables aux produits substituables.