

# CHRONIQUE

## GESTION COLLECTIVE



**FABRICE  
BUSSIÈRE**  
Direction  
des affaires  
juridiques  
Société  
Générale  
Asset  
Management

### Proposition de directive européenne sur les gestionnaires de fonds alternatifs du 30 avril 2009 – Passeport européen – Commercialisation des fonds alternatifs – Agr ement des gestionnaires dépositaires.

  l'heure où la directive OPCVM modifiée doit être publiée au JOUE de manière imminente, il convient de souligner la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en date du 30 avril 2009<sup>1</sup> ( galement connue sous sa dénomination anglaise de directive AIFM, pour Alternative Investment Fund Managers). La rédaction de ce texte est intervenue en pleine période de crise financière qui a mis en évidence la nécessité de réguler davantage les fonds alternatifs. Certes, si les fonds de ce type ne sont pas à l'origine de la tourmente actuelle, des véhicules non régulés ne pouvaient pas perdurer pour autant. Les récents travaux du G20, de l'OICV et du Forum pour la stabilité financière ont souligné cette nécessité de réguler davantage les différents intervenants financiers<sup>2</sup>. Les fonds alternatifs sont devenus, ces dernières années, des acteurs importants sur les marchés d'instruments financiers qui ont suscité des interrogations continues sur leur fonctionnement et leur gouvernance (effet de levier, recours aux produits dérivés ou aux opérations de cessions temporaires de titres, ventes à découvert, gestion de la liquidité<sup>3</sup>).

L'idée directrice de cette directive est simple. Elle consiste à soumettre les gestionnaires de fonds alternatifs, et non les fonds eux-mêmes, à un ensemble de dispositions harmonisées. En contrepartie de cette réglementation « acteur », ces gestionnaires bénéficient d'un passeport pour commercialiser, sous certaines conditions, leurs fonds dans l'Union européenne. Cette proposition de directive n'est pas nouvelle et avait déjà été envisagée par le Parlement européen<sup>4</sup>. Sur le fond, l'idée est judicieuse.

On sait que, au niveau européen, les  tats membres ont adopté des dispositions particulières pour accompagner le développement de la gestion alternative, entendue au sens large, en créant notamment des véhicules adaptés à ces gestions. Ainsi, en France, la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 a introduit les OPCVM à règles d'investissement allégées ainsi que les OPCVM contractuels<sup>5</sup>. S'agissant du *private equity*, les FCPR<sup>6</sup> répondent également aux contraintes de gestion. Plus récemment, la création des OPCVI a permis aux gestionnaires d'investir dans des actifs immobiliers<sup>7</sup>. Parallèlement, l'AMF a renforcé ses exigences quant à l'organisation des sociétés de gestion mettant en œuvre de telles stratégies, notamment via des programmes d'activités spécifiques. Pour autant, ces OPCVM ne répondent pas aux exigences de la directive OPCVM pour être librement commercialisés dans l'Union européenne. Les fonds demeurent uniquement commercialisables dans les  tats dont ils relèvent. Leur commercialisation à l'extérieur s'en trouve très souvent interdite, voire, au mieux, soumise à des régimes de placement privé restrictifs. Le projet de directive répond donc à cette attente. En l'état, la proposition appelle trois séries d'observations.

■ Tout d'abord, le champ d'application de cette proposition est large et mérite d'être précisé<sup>8</sup>. En effet, sont concernés tous les gestionnaires établis dans la communauté qui fournissent des services de gestion à un ou plusieurs fonds alternatifs. La notion de fonds alternatifs se définit négativement. Elle couvre en effet tous les OPC qui ne sont pas des OPCVM coordonnés au sens de la directive OPCVM. La proposition de directive concerne donc les fonds alternatifs au sens traditionnel (OPCVM contractuels, OPCVM à règles d'investissement allégées, FCIMT), mais aussi les fonds de capital investissement

1. Proposition disponible sur le site Internet du Parlement européen.  
2. V. Exposé des motifs de la proposition de directive; Adde C. Clerc, « Faut-il une réglementation européenne de la gestion alternative? », RTDF 2009-03, p. 4.  
3. V. par ex. M. Storck et G. Pasquier, « OPCVM et liquidité : le point sur l'ordonnance du 23 octobre 2008 », Bull. Joly Bourse novembre-décembre 2008, p. 444.  
4. V. Rapport du Parlement Européen rédigé par J. Purvis, Banque & Droit n  92

novembre-décembre 2003, p. 41, F. Bussière.

5. Articles L. 214-35 et s. du Code monétaire et financier; F. Bussière et S. Puel, « La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernité et sécurité », Bull. Joly Bourse septembre-octobre 2003, p. 555.  
6. Articles L. 214-36 et s. du Code monétaire et financier.  
7. Articles L. 214-89 et s. du Code monétaire et financier; S. Puel, « Le nouvel organisme de placement collectif immobilier », RTDF 2006-1, p. 112; Banque & Droit novembre-décembre 2005, p. 64, F. Bussière.  
8. V. article 2 de la proposition de directive.

ou les fonds immobiliers, voire les FCPE (à l'exclusion des fonds de pension). Cette liste n'est pas exhaustive, ce qui pourra éventuellement soulever des difficultés d'appréciation<sup>9</sup>. Les gestionnaires de fonds alternatifs, tels que définis par le projet, ont l'obligation d'être agréés. À défaut d'un tel agrément, le passeport ne sera pas reconnu au gestionnaire. La procédure d'agrément définie dans le projet est classique. Elle repose sur des critères assez proches des conditions d'agrément des sociétés de gestion en France (notamment dépôt d'un programme d'activité, information sur la gestion mise en place et sur l'identité des actionnaires du gestionnaire, respect de règles d'organisation et de bonne conduite, niveau minimum de fonds propres<sup>10</sup>). Des exigences particulières s'appliquent aux gestionnaires utilisant certaines techniques ou stratégies de gestion, telles que l'effet de levier ou l'acquisition du contrôle de sociétés<sup>11</sup>. Il faut toutefois relever une exemption à l'agrément en faveur des gestionnaires gérant des fonds pour un montant inférieur à 100 millions d'euros. On considère, dans ce cas précis, que les actifs sous encours sont faibles et que leur gestion ne peut avoir qu'un impact faible sur la stabilité financière. De la même façon, une exemption joue en faveur des gestionnaires qui ne gèrent que des fonds alternatifs qui ne recourent pas à l'effet de levier et qui ne reconnaissent pas de droit de remboursement aux investisseurs pendant 5 ans dès lors que les actifs sont inférieurs à 500 millions d'euros. L'absence d'effet de levier et un risque de liquidité maîtrisé expliquent cette dérogation. Ces seuils permettront d'assurer la surveillance de 90 % des actifs alternatifs domiciliés dans l'Union européenne<sup>12</sup>. On notera enfin que le gestionnaire peut être une personne physique, ce que n'admet pas le droit français. Les entités qui disposent déjà d'un agrément pour gérer des OPC, telles les entreprises d'investissement, les sociétés de gestion d'OPCVM coordonnés ou les établissements de crédit, bénéficient également d'une exemption à l'obligation d'agrément. On sait qu'en France seules les sociétés de gestion sont autorisées à gérer des OPC. Cet agrément est délivré par l'autorité compétente de l'État membre dont relève le gestionnaire. Classiquement, cet agrément est valable dans tous les États membres.

Le champ d'application du projet de directive donne encore lieu à de vives discussions. Ainsi, la possibilité pour les fonds enregistrés en dehors de la Communauté, répondant à des conditions équivalentes, d'être commercialisés dans un délai de trois ans à compter de la transposition de la directive est très discutée<sup>13</sup>. En effet, cette reconnaissance du passeport aux fonds alternatifs non européens est peut-être trop prématurée compte tenu

déjà de la difficulté d'harmoniser le régime applicable aux gestionnaires de fonds alternatifs européens. En outre, comme l'a rappelé l'AMF, cette mesure n'inciterait pas les gestionnaires à domicilier leurs fonds en Europe et « maintiendrait l'opacité sur la distribution des risques parmi les investisseurs »<sup>14</sup>. Par ailleurs, il ne faudrait pas que la directive AIFM ait vocation à s'appliquer à des gestionnaires ne souhaitant pas commercialiser leurs produits sur une base transfrontalière. Enfin, il est important de rappeler que seul le gestionnaire est régulé. Le fonds alternatif n'a pas vocation à être régi par la directive<sup>15</sup>, même si les réglementations « acteur » et « produit » ne sont pas totalement imperméables. Les fonds alternatifs demeurent donc régis par les droits de leur État membre.

■ En application de la proposition de directive, une fois obtenu l'agrément par une autorité compétente, le gestionnaire se verra reconnaître le bénéfice d'un passeport « produit » lui permettant de commercialiser en Europe les parts ou actions des OPC dont il assure la gestion<sup>16</sup>. Cette commercialisation est en revanche limitée aux seuls clients professionnels au sens de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004<sup>17</sup>, sauf dérogations expresses prévues par les États membres. Le passeport sera subordonné à une notification du gestionnaire auprès de son État membre de chaque fonds qu'il entend commercialiser. Le contenu de la notification, assez simple dans son principe, est défini par le projet de directive. Il conviendra d'être vigilant à ce que cette notification du fonds ne se transforme pas en un agrément du fonds alternatif. Certains OPCVM, comme les OPCVM contractuels<sup>18</sup>, ne sont pas en effet stricto sensu agréés par l'AMF, mais seulement déclarés à l'autorité de tutelle. Des restrictions de commercialisation peuvent être imposées au gestionnaire par les autorités compétentes. Par ailleurs, plus classiquement, l'agrément reconnu au gestionnaire de fonds alternatifs lui permettra d'établir une succursale dans un autre État membre, voire gérer un fonds domicilié dans un autre État membre, comme l'autorisera prochainement la nouvelle directive OPCVM<sup>19</sup>.

■ La proposition de directive traite également du rôle du dépositaire. Il est prévu que les gestionnaires de fonds alternatifs « veillent » à ce qu'un dépositaire soit nommé pour exécuter « le cas échéant » les missions suivantes :

- gestion du passif des fonds alternatifs ;
- assurer la garde de tout instrument financier appartenant au fonds alternatif ;

9. Notamment pour certains OPC prenant la forme de sociétés.

10. V. articles 4 et s. de la proposition de directive.

11. V. articles 22 et s. de la proposition de directive.

12. L'autorité française – l'AMF – n'est pas favorable à ces dérogations, considérant que tout gestionnaire de fonds alternatif doit être agréé par l'autorité dont il relève. Seules les obligations de reporting pourraient être différenciées, selon que les fonds présentent des risques systémiques ou non (V. Position AMF sur la directive AIFM du 20 octobre 2009, disponible sur le site Internet de l'AMF). Les modalités de calcul de ces seuils devront être clarifiées. Par définition, les actifs sous encours d'un gestionnaire varient tous les jours, pouvant placer de la sorte ledit gestionnaire tantôt sous le coup de la directive, tantôt en dehors.

13. Articles 35, 39 et 54 de la proposition de directive.

14. Position AMF sur la directive AIFM, 20 octobre 2009, préc.

15. Selon l'AMF, « 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. La France en tous cas ne pourrait reconnaître des régimes nationaux ne présentant pas un niveau de garantie suffisant » (Réponse de l'Autorité des marchés financiers aux travaux du groupe d'experts de la Commission européenne sur la gestion d'actifs, 31 octobre 2006, disponible sur le site Internet de l'AMF).

16. Articles 31 et s. de la proposition de directive.

17. V. en France, V. l'article D. 533-11 du Code monétaire et financier.

18. Article L. 214-35-4 du Code monétaire et financier.

19. V. S. Janin, « La directive OPCVM IV : une étape majeure pour la gestion d'actifs européenne », *Revue européenne de droit bancaire et financier*, EUREDIA 2009-02, p. 243.

– vérifier que le fonds a obtenu la propriété de tous les autres actifs dans lequel il investit<sup>20</sup>.

Les missions définies dans ce projet devront être rapidement précisées.

Ainsi, le terme de « garde des actifs » n'est pas défini. De même, l'article 17 de la proposition se contente de préciser que le dépositaire est responsable à l'égard du gestionnaire et des investisseurs du fonds alternatif de tout préjudice subi par eux et résultant de l'inexécution de ses obligations. Il faut en outre comprendre que le dépositaire reste tenu d'une obligation de moyens. Il n'est pas prévu, dans la proposition, un aménagement contractuel de la responsabilité du dépositaire comme cela est possible en droit français<sup>21</sup>. Par ailleurs, le dépositaire ne s'assure pas de la régularité des décisions d'investissement du gestionnaire. C'est là une différence essentielle avec le droit français<sup>22</sup>. Enfin, la proposition de directive AIFM reconnaît un passeport européen au profit du dépositaire, dans la mesure où tout fonds alternatif peut choisir un établissement de crédit situé dans tout État membre pour assurer cette fonction. On soulignera qu'un tel passeport n'a pas été reconnu sous la directive OPCVM, au motif que les missions et les responsabilités des dépositaires n'étaient pas suffisamment définies au niveau européen. Une clarification de la mission du dépositaire devra donc être entreprise rapidement, et ce, en liaison avec les travaux menés sur le même thème sous la directive OPCVM et MIF. Cet exercice est d'autant plus fondamental dans le domaine de la gestion alternative, où le dépositaire assume une responsabilité importante, notamment lorsque le fonds recourt aux services d'un *prime broker*. Les arrêts de la Cour d'appel de Paris du 8 avril 2009 ont récemment souligné cette problématique à l'occasion de la défaillance de l'établissement de crédit Lehman Brothers<sup>23</sup>.

20. V. article 17 de la proposition de directive.

21. V. article L. 214-34-1 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction issue de l'ordonnance n°2008-1081 du 23 octobre 2008.

22. V. articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financier.

23. S. Dussart, F. Rodriguez, M. Thouch, « La restitution des actifs par le dépositaire », *Bull. Joly Bourse* novembre-décembre 2008, p. 542 ; *Banque & Droit* n° 125 mai-juin 2009, p. 54, F. Bussière ; *Rev.dr. bancaire et financier* juillet-août 2009, n° 143, p. 69, M. Storck et I. Riassetto.

La proposition de directive introduit un nouvel acteur qu'est l'évaluateur indépendant<sup>24</sup>. Sa mission consiste à établir la valeur des actifs acquis par le fonds alternatif ainsi que la valeur des parts émises par ledit fonds. Cette innovation devrait permettre de clarifier le rôle des différents acteurs intervenant dans le fonctionnement du fonds, quand bien même elle n'existe pas sous la directive OPCVM de 1985. On regrettera toutefois que la responsabilité de l'évaluateur ne soit pas définie, notamment vis-à-vis du gestionnaire de fonds alternatifs. Son indépendance à l'égard du gestionnaire n'est guère plus définie par la proposition de texte.

Cette proposition de directive met donc en place un dispositif devant permettre le développement de la gestion alternative, entendue au sens large, dans un cadre réglementaire sécurisé. Il conviendra toutefois d'assurer une articulation de ces dispositions avec celles de la directive OPCVM. La tâche ne sera pas aisée. Elle est pourtant nécessaire car la directive AIFM couvre des sujets similaires à ceux traités par la directive OPCVM (définition des gestionnaires et des dépositaires, passeport) ou renvoie directement à cette dernière pour définir son propre champ d'application. On peut à cet égard regretter que ce projet de réglementation de la gestion alternative n'ait pas été intégré directement dans la directive OPCVM. Cela aurait facilité grandement l'unification du métier de gestionnaire d'OPCVM (coordonnés ou non). Cette proposition de directive devrait encore connaître des modifications avant la fin de l'année. Il est toutefois prévu qu'elle soit adoptée au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2010, avec une date d'entrée en vigueur prévue en 2011. ■

24. Article 16 de la proposition de directive.