

La réforme de la directive Opcvm 85/611/CEE du 20 décembre 1985

(DEUXIEME PARTIE*)

EMMANUEL COURANT

Secrétaire général
Exane Structured Asset Management



FABRICE BUSSIERE

Docteur en droit
Responsable des affaires juridiques
Barep
Groupe Société Générale

La directive Opcvm 85/611/CEE du 20 décembre 1985 a été profondément modifiée par deux directives adoptées le 21 janvier 2002. La première directive harmonise les statuts de la société de gestion et de la société d'investissement et renforce l'information des investisseurs. La seconde directive modernise les règles relatives aux placements des Opcvm.

II. La directive « produits » 2001/108/CE

La directive 2001/108/CE du 21 janvier 2002, dite directive « produits », vient compléter utilement la directive 2001/107/CE qui a réformé en profondeur le statut de la société de gestion et de la société d'investissement, tout en améliorant l'information des investisseurs. En effet, elle élargit sensiblement le champ des placements autorisés et des investissements éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés (A), étend les possibilités de coordination à de nouvelles catégories d'Opcvm (B), valide et encadre l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm coordonnés (C), sans pour autant réglementer les cessions temporaires de titres (D) et, enfin, renforce les règles générales de répartition des risques (E).

A) Élargissement des possibilités d'investissement des Opcvm

La directive 2001/108/CE élargit la gamme des instruments financiers éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés. La directive de 1985, dans sa rédaction antérieure, ne permettait l'investissement des Opcvm coordonnés que dans les seules valeurs mobilières, sans pour autant définir cette dernière notion¹. Cette absence de définition au niveau communautaire permettait à des États membres de contester la coordination de certains Opcvm (par exemple, les Opcvm monétaires). Les Opcvm pouvaient également, à titre accessoire, détenir des liquidités. La directive 2001/108/CE définit désormais la

notion de valeur mobilière. Sans pour autant livrer une définition précise d'un point de vue juridique, l'article 1^{er}-8 nouveau de la directive Opcvm dispose ainsi que constituent des valeurs mobilières : « les actions et autres valeurs assimilables à des actions (« actions ») ; les obligations et autres titres de créance (« obligations ») ; toutes les autres valeurs négociables donnant le droit d'acquérir de telles valeurs mobilières par voie de souscription ou d'échange ». Cette définition, qui est d'ailleurs une énumération, devrait éviter à l'avenir les discussions sur la notion de valeur mobilière².

Avec l'adoption de la directive 2001/108/CE, cette exigence liée à la seule détention de valeurs mobilières a été assouplie. Comme le précise le deuxième considérant de la directive « produits », « eu égard à l'évolution du marché, il est souhaitable d'élargir l'objectif d'investissement des Opcvm afin qu'ils puissent effectuer des placements dans des instruments financiers, autres que des valeurs mobilières, dont la liquidité est suffisante ». C'est pourquoi l'article 1^{er}-2 nouveau de la directive de 1985 dispose désormais que les Opcvm sont des « organismes dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières et/ou dans d'autres actifs financiers liquides... ». C'est ainsi que les Opcvm coordonnés sont dorénavant autorisés à investir leurs actifs en instruments du marché monétaire (1) et en dépôts bancaires (2).

1) Investissements en instruments du marché monétaire

Une des innovations importantes de la directive 2001/108/CE est la reconnaissance pour les Opcvm coordonnés

* La première partie de l'étude, consacrée à la directive 2001/107/CE, a été publiée dans Banque & Droit n°86 de novembre-décembre 2002, p. 6. 1 J.P. Fèvre, « La Directive Opcvm 85/611/CEE », Banque & Droit juillet-août 1989, p. 131.

2 La notion de valeur mobilière, telle que posée par la loi n°88-1201 du

23 décembre 1988 (article 1^{er}), a suscité un intense débat doctrinal. Cf. notamment P. Le Cannu, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », Bull. Joly 1993, p. 395 ; H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3^e éd. 2001, n°38 ; R. Roblot, OPCVM, 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, ANSA 2003, n°16 ; I. Riassetto et M. Storck, Opcvm, Joly 2002, n°74.

nés d'investir dans des instruments du marché monétaire jusqu'à 100 % de leur actif. Par le passé, la coordination des Opcvm monétaires avait été contestée par certains États membres³, au motif que les instruments du marché monétaire ne pouvaient pas être assimilés à des valeurs mobilières⁴. Les instruments du marché monétaire nouvellement éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés sont définis comme étant des « instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, qui sont liquides et dont la valeur peut être déterminée avec précision à tout moment »⁵. Ils incluent, de façon non exhaustive, « les instruments transférables qui normalement ne sont pas négociés sur les marchés réglementés mais sont négociés sur le marché monétaire, par exemple les bons du Trésor et des collectivités locales, les certificats de dépôt, les billets de trésorerie, les bons à moyen terme et les acceptations bancaires »⁶. La reconnaissance de la coordination des Opcvm monétaires était fondamentale pour les sociétés de gestion françaises, compte tenu de leur expertise en ce domaine⁷. L'article 19 nouveau de la directive distingue deux catégories d'instruments monétaires éligibles aux Opcvm coordonnés : les instruments du marché monétaire cotés (a) et les instruments du marché monétaire non cotés (b).

a) Instruments du marché monétaire cotés

Tout d'abord, l'article 19-1 nouveau autorise les Opcvm coordonnés à investir dans :

- des « instruments du marché monétaire cotés ou négociés sur un marché réglementé au sens de l'article 1^{er}, point 13 de la DSI⁸ »⁹ ;

- des « instruments du marché monétaire négociés sur un autre marché d'un État membre, réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public »¹⁰ ;

- des « instruments du marché monétaire admis à la cote officielle d'une bourse de valeurs d'un État tiers ou négociés sur un autre marché d'un État tiers, réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public, pour autant que le choix de la bourse ou du marché ait été approuvé par les autorités compétentes ou soit prévu par la loi et/ou le règlement du fonds ou par les documents constitutifs de la société d'investissement »¹¹.

b) Les instruments du marché monétaire non cotés

S'agissant des « instruments du marché monétaire autres que ceux négociés sur des marchés réglementés », des conditions spécifiques sont posées pour leur éligibilité à l'actif

des Opcvm coordonnés¹². Deux séries de conditions sont établies par la directive modifiée.

La première est d'ordre général. Ainsi, l'émission ou l'émetteur doivent être soumis à une « réglementation visant à protéger les investisseurs et l'épargne ». Cette disposition sera probablement source d'ambiguïté faute d'être précise quant à la nature de la réglementation applicable et des émetteurs et investisseurs (profanes, avertis, qualifiés?) concernés. En France, les émetteurs de titres de créance négociables (quel que soit leur statut et en particulier s'agissant des entreprises cotées) seront à l'évidence considérés comme soumis à une « réglementation visant à protéger les investisseurs et l'épargne ». De telles émissions sont en effet réalisées dans le cadre d'une réglementation spécifique¹³, protectrice des intérêts des investisseurs, et relèvent d'un dossier de présentation financière de l'émetteur soumis à la COB et à la Banque de France¹⁴. En revanche, on peut s'interroger s'agissant de programmes d'émission qui seraient localisés hors de France. Ainsi, rien n'indique que les émissions d'euro commercial paper (« ECP », équivalents des billets de trésorerie étrangers) remplissent une telle condition, quand bien même la réforme envisagée des TCN conduit à les rapprocher des ECP¹⁵. Si tel n'est pas le cas, les ECP devraient donc malheureusement rester cantonnés au ratio « autres valeurs »¹⁶ mentionné à l'article 19-2-a) de la directive modifiée, c'est-à-dire n'être éligibles que dans la limite de 10 % de l'actif des Opcvm coordonnés¹⁷.

Outre cette première condition générale tenant à la protection de l'investisseur, les instruments du marché monétaire non négociés sur un marché réglementé doivent être soit :

- « émis ou garantis par une administration centrale, régionale ou locale ou une banque centrale d'un État membre, par la Banque centrale européenne, par l'Union européenne ou par la Banque européenne d'investissement, par un État tiers ou, dans le cas d'un État fédéral, par un membre composant la fédération, ou par un organisme public international dont font partie un ou plusieurs États membres » ;

- « émis par une entreprise dont les titres sont négociés sur les marchés réglementés visés aux a), b) ou c) » (c'est-à-dire les marchés réglementés au sens de la DSI, les autres marchés réglementés des États membres et des États tiers — à condition qu'ils n'aient pas été écartés — en fonctionnement régulier, reconnus et ouverts au public)¹⁸ ;

- « émis ou garantis par un établissement soumis à une surveillance prudentielle selon les critères définis par le droit

3 V. Rapport annuel Cob 1993, p. 220 : selon l'autorité de tutelle française, « il appartient aux États membres d'apprécier l'éligibilité des titres de son marché monétaire au cas par cas ».

4 Sur la problématique de l'assimilation ou non des TCN aux valeurs mobilières, Cf. R. Roblot, Opcvm, 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, op. cit. n°29 ; A. Pezard, « Modernisation des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Opcvm) et titrisation », JCP éd. E 1989, II, 15600.

5 Article 1^{er} - 9 nouveau de la directive modifiée.

6 4^e considérant de la directive 2001/108/CE.

7 Pour des raisons historiques (interdiction de rémunération des dépôts à vue), la France a développé un marché de fonds monétaires important. Pour 2001, ces seuls Opcvm représentaient 257 milliards d'euros, soit 32 % des actifs gérés français (source AFG-Cob).

8 Directive sur les services d'investissement 93/22/CE du 10 mai 1993 publiée au JOCE N° L. 141 du 11 juin 1993 p. 27.

9 Article 19 -1-a) nouveau de la directive modifiée.

10 Article 19 - 1 - b) nouveau de la directive modifiée.

11 Article 19 - 1 - c) nouveau de la directive modifiée.

12 Article 19 - 1 - h) nouveau de la directive modifiée.

13 Article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991, codifié à l'article L. 213-1 du Code monétaire et financier, et décret n° 92-137 du 13 février 1992.

14 Rép. Dalloz Sociétés, V° Titres de créances négociables, par Th. Bonneau.

15 V. projet de loi Sécurité financière qui assouplit le régime des TCN pour faire face notamment à la concurrence des programmes d'ECP, situés principalement à Londres.

16 Plus communément appelé ratio « libre » ou « pouvelle ».

17 En ce sens, Bull. Cob janvier 1993, n°265, p. 71 : « les billets de trésorerie étrangers (Euro Commercial Paper) entrent incontestablement dans la catégorie des valeurs mobilières, définies par l'article 1 de la loi du 23 décembre 1988 [...]. A ce titre, un Opcvm est habilité à détenir dans son portefeuille des billets de trésorerie étrangers. Cependant, ces titres doivent rester compris dans la limite de 10 %, le marché des billets de trésorerie étrangers étant un marché non réglementé et non soumis à une autorité de tutelle ».

18 Ainsi, ne pourront être considérés comme des instruments du marché monétaire au sens de l'article 19 - 1 - h) nouveau les TCN émis par un émetteur non coté comme Auchan, dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé.

communautaire, ou par un établissement qui est soumis et qui se conforme à des règles prudentielles considérées par les autorités compétentes comme au moins aussi strictes que celles prévues par la réglementation communautaire » ;

- « émis par d'autres entités appartenant aux catégories approuvées par les autorités compétentes en matière d'Opcvm pour autant que les investissements dans ces instruments soient soumis à des règles de protection des investisseurs qui soient équivalentes à celles prévues aux premier, deuxième et troisième tirets, et que l'émetteur soit une société dont le capital et les réserves s'élèvent au moins à 10 millions d'euros et qui présente et publie ses comptes annuels conformément à la directive 78/660/CEE¹⁹, soit une entité qui, au sein d'un groupe de sociétés incluant une ou plusieurs sociétés cotées, se consacre au financement du groupe ou soit une entité qui se consacre au financement de véhicules de titrisation bénéficiant d'une ligne de financement bancaire ».

L'émetteur du titre monétaire doit en conséquence présenter un certain nombre de garanties. Dans ces conditions, il nous semble que si cette dernière exigence se trouve remplie, la première tenant à l'existence d'une « réglementation visant à protéger les investisseurs et l'épargne » devrait être considérée comme satisfaite.

On peut se féliciter que le champ de la directive modifiée est suffisamment large pour inclure la totalité des instruments du marché monétaire de droit français, dont les Bons du Trésor et autres obligations assimilables ainsi que les titres de créance négociables²⁰, ce qui facilitera à l'évidence la coordination des Opcvm monétaires français. La Cob a néanmoins prévu la mise en place d'un groupe de travail spécifique au marché des TCN lors de la réforme prochaine du décret n°89-623 du 6 septembre 1989²¹.

Conformément à l'article 19-2-a) de la Directive modifiée, un Opcvm ne pourra placer plus de 10 % de son actif en instruments du marché monétaire autres que ceux visés ci-dessus. En termes de ratio émetteur, la règle de base dite des « 5/10/40 »²² définie par l'article 22 de la directive Opcvm, qui s'appliquait jusqu'à présent aux seules valeurs mobilières, s'appliquera également aux instruments du marché monétaire. En termes de ratio d'emprise, l'article 25-2-3^e tiret interdit à un Opcvm coordonné de détenir plus de 10 % des instruments du marché monétaire émis par un même émetteur.

2) Investissements en dépôts bancaires

Toujours dans le souci d'étendre les possibilités d'investissements des Opcvm coordonnés, la Directive de 1985 modifiée leur reconnaît dorénavant la capacité d'investir dans des dépôts bancaires (fonds de dépôts ou « cash funds »)²³. La directive s'attache à définir les caractéristiques des dépôts bancaires éligibles (a), bien que, d'un point de

vue pratique, dans les faits leur comptabilisation pourra s'avérer délicate (b).

a) Caractéristiques des dépôts bancaires.

L'article 19-1-f) nouveau dispose ainsi qu'un Opcvm coordonné peut effectuer des placements en dépôts auprès d'un établissement de crédit. Ces placements doivent être remboursables sur demande ou susceptibles d'être retirés à tout moment, et ce, « pour garantir une liquidité appropriée des placements sous forme de dépôts »²⁴. Ils doivent présenter une échéance inférieure ou égale à douze mois. Par ailleurs, ces placements doivent être effectués auprès d'un établissement de crédit ayant son siège statutaire dans un État membre ou, si le siège statutaire est situé dans un pays tiers, l'établissement de crédit devra être soumis à des règles prudentielles considérées par les autorités compétentes pour les Opcvm comme équivalentes à celles prévues par la législation communautaire. La réglementation française ne reconnaissant pas aux Opcvm la possibilité d'investir 100 % de leur actif en dépôts bancaires, la transposition de la directive nécessitera donc d'intégrer dans l'article L. 214-4 du Code monétaire et financier une nouvelle catégorie d'actifs éligibles aux investissements des Opcvm coordonnés²⁵.

b) Comptabilisation des dépôts bancaires.

En terme de répartition des risques, l'article 22-1 nouveau de la directive de 1985 n'autorise les dépôts bancaires auprès d'une même entité, y compris le dépositaire, que dans la limite de 20 % de l'actif. En revanche, l'article 22-2 nouveau prévoit que la règle des « 5/10/40 » précitée ne sera pas applicable aux dépôts. Il est important d'observer que les liquidités ne seront pas assimilées à des dépôts bancaires, ce qui sera très vraisemblablement source de difficultés pratiques pour les professionnels. En effet, comment distinguer des liquidités détenues à titre accessoire de dépôts bancaires ? Cette difficulté pratique sera d'autant plus aiguë que les dépôts effectués auprès d'une même entité, y compris le dépositaire, ne pourront excéder 20 % de l'actif. Le 9^e considérant, pour consacrer la faculté pour un Opcvm de détenir des liquidités à titre accessoire, précise que, « outre le cas où un Opcvm effectue des placements sous forme de dépôts bancaires [...], il peut être nécessaire d'autoriser tous les Opcvm à détenir des liquidités à titre accessoire, par exemple des dépôts bancaires à vue »... Dans ces conditions, il sera délicat pour les services comptables des sociétés de gestion de distinguer les liquidités, investies temporairement ou durablement en dépôts bancaires rémunérés des autres dépôts bancaires. Il n'est pas certain que le critère de maturité du placement soit à cet égard d'un grand secours.

Il conviendra également de clarifier la situation du collatéral composé d'espèces versé par les Opcvm à leurs contreparties bancaires dans le cadre d'opérations sur produits déri-

19 Quatrième directive 78/660/CEE du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54 - paragraphe 3 - point g) du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés publiée au JOCE n° L. 222 du 14 août 1978, p. 11 et modifiée en dernier lieu par la directive 1999/60/CE du 17 juin 1999 publiée au JOCE n° L. 162 du 26 juin 1999 p. 65.

20 Certificats de dépôt, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables.

21 Rapport annuel Cob 2002, p. 154.

22 Pas plus de 5 % en titres d'un même émetteur, limite pouvant être portée à 10 % à condition que l'ensemble des valeurs dépassant 5 % ne représente pas plus de 40 % de l'actif.

23 Sous le régime antérieur, la directive précisait seulement que les Opcvm pouvaient détenir des liquidités à titre accessoire. Ces liquidités étaient constituées de numéraire et de dépôts bancaires, correspondant à la réserve nécessaire permettant d'assurer les paiements dus aux porteurs de parts. En d'autres termes, pour des raisons techniques, les dépôts étaient tolérés sans pour autant être assimilés à une véritable classe d'actif éligible. Il est intéressant de relever que les liquidités ne sont toujours pas assimilées, sous le nouveau régime, à des dépôts bancaires.

24 8^e considérant de la directive 2001/108/CE.

25 C'est l'objet de l'article 45 du projet de loi sur la sécurité financière, en cours de discussion devant le Parlement en France.

vés de gré à gré ou d'emprunt de titres. En effet, la pratique de marché étant de rémunérer le collatéral « cash »²⁶, il faudra veiller à ne pas l'assimiler à un dépôt effectué par l'Opcvm auprès de sa contrepartie et donc à ne pas l'intégrer dans le ratio de 20 % susvisé.

B) Coordination de nouvelles catégories d'Opcvm

Dans sa rédaction antérieure, la directive autorisait les Opcvm coordonnés à souscrire d'autres Opcvm et des valeurs mobilières (actions et/ou obligations). Néanmoins, les ratios applicables à ces investissements ne permettaient pas pour autant de rendre coordonnables les Opcvm d'Opcvm et les fonds indiciels²⁷. La directive 2001/108/CE autorise désormais la coordination de ces deux catégories d'Opcvm. Même si l'approche retenue par le législateur communautaire n'a pas été d'isoler les « fonds de fonds » et les Opcvm indiciels dans de nouvelles catégories particulières d'Opcvm coordonnables qui auraient cohabité avec les Opcvm « à vocation générale », nous avons néanmoins pris le parti de les traiter séparément afin de mettre en exergue leur importance et les perspectives qui sont ainsi offertes à l'industrie de la gestion d'actifs.

1) Opcvm d'Opcvm

Reconnaissant l'essor important de la multigestion, les 6^e et 7^e considérant de la directive 2001/108/CE affirment qu'il y a lieu de « faciliter le développement des possibilités de placement d'un Opcvm dans des Opcvm et autres organismes de placement collectif » et qu'il est « souhaitable de permettre aux Opcvm de placer leurs actifs dans des Opcvm et/ou d'autres organismes de placement collectif de type ouvert qui investissent aussi dans des actifs financiers liquides [...] et fonctionnent sur le principe de la répartition des risques ». Le 7^e considérant prévient néanmoins qu'« en raison de l'accroissement des possibilités s'offrant aux Opcvm d'investir dans des parts d'autres Opcvm et/ou organismes de placement collectif, il est nécessaire d'établir certaines règles concernant des limites quantitatives, la communication d'informations et la prévention du phénomène de cascade ». Dans un souci de sécurité, le Parlement européen a estimé qu'il était donc indispensable de veiller à ce qu'une telle activité de placement ne réduise pas la protection de l'investisseur. C'est pourquoi les Opcvm et autres organismes de placement collectif dans lesquels un Opcvm coordonné investit devront être soumis à une surveillance efficace, au regard des Opcvm éligibles (a), du ratio émetteur (b) et du ratio d'emprise (c).

a) Opcvm éligibles.

L'article 19-1-e) nouveau de la directive consacre

désormais l'éligibilité à l'actif des Opcvm coordonnés, dans la limite de 100 % de l'actif²⁸, des parts ou actions d'Opcvm coordonnés et/ou, dans la limite de 30 % de l'actif²⁹, d'autres organismes de placement collectif (« OPC ») au sens de la directive modifiée situés ou non dans un État membre à la condition que ces organismes respectent des conditions tenant à leur niveau de liquidité et de protection. Cette modification consacre la coordonnabilité des « fonds de fonds ». Le ratio antérieur³⁰, qui limitait à 5 % de l'actif l'investissement des Opcvm coordonnés en autres Opcvm³¹, est donc abandonné.

i) *Conditions communes à tous les Opcvm cibles.* Pour être éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés, les Opcvm et OPC sous-jacents ne devront pas être eux-mêmes investis au-delà de 10 % de leur actif dans des Opcvm et autres OPC³². Cette restriction est destinée à empêcher tout effet de « cascade » et d'empilement des frais. Une mesure équivalente existe d'ores et déjà en droit français³³.

La directive modifiée prévoit en outre que les frais et commissions maximum supportés par l'Opcvm à raison de ses investissements dans des Opcvm et autres OPC sous-jacents devront figurer dans le prospectus et dans le rapport annuel³⁴. Par ailleurs, aucun droit de souscription ou de rachat ne pourra être prélevé pour les investissements réalisés dans des Opcvm et/ou OPC gérés, de façon directe ou par délégation, par la même société de gestion ou par toute autre société à laquelle la société de gestion est liée dans le cadre d'une communauté de gestion ou de contrôle ou par une importante participation ou directe ou indirecte³⁵. Cette exigence est reprise dans les recommandations du rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective rédigé sous la présidence de M. Philippe Adhemar et présenté le 9 octobre 2002³⁶. Il faut souligner que la rédaction de l'article 24-3 de la directive modifiée est néanmoins ambiguë sur ce point. En effet, en disposant que la société de gestion « ne peut facturer de droits de souscription ou de remboursement », cet article semble viser uniquement les droits non acquis à l'Opcvm (c'est-à-dire ceux acquis à la société de gestion et éventuellement rétrocédés à des distributeurs ou apporteurs d'affaires), ce qui pourrait permettre – si cette lecture est confirmée – de continuer à facturer des droits d'entrée et de sortie acquis à l'Opcvm.

ii) *Conditions propres aux OPC cibles non coordonnés.* Pour autoriser l'investissement des Opcvm coordonnés en fonds non coordonnés, européens ou non, plusieurs conditions sont néanmoins requises par la directive modifiée.

Tout d'abord, les fonds sous-jacents devront avoir été « agréés conformément à une législation prévoyant que ces organismes sont soumis à une surveillance » jugée « équivalente à celle prévue par la législation communautaire et que la coopération entre les autorités soit suffisamment garantie »³⁷.

26 Le collatéral « cash » en euro est généralement rémunéré sur la base de l'EONIA.

27 V. Bull. COB n°334, avril 1999, p. 29 : « Bien sûr, la gestion individuelle ne met pas en contradiction avec les règles prudentielles posées par la directive 86/611 du 20 décembre 1985 [...] ». En revanche, le recours au ratio dérogatoire de 20 % fait obstacle à la possibilité d'être coordonné ».

28 Article 24-1 nouveau de la directive modifiée.

29 Article 24-2 alinéa 1 nouveau de la directive modifiée.

30 Article 24-2 ancien de la directive 85/611/CEE.

31 Les Opcvm éligibles visés étaient les Opcvm européens coordonnés

ainsi qu'en France les Opcvm français à vocation générale et indiciels.

32 Article 19-1-e)-4^e tiret nouveau de la directive modifiée.

33 Article 13 alinéa 2 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 modifié.

34 Article 24-3 alinéa 2 nouveau de la directive modifiée, cf. 1^{re} partie de l'étude.

35 Article 24-3 alinéa 1 nouveau de la directive modifiée.

36 Le rapport a été publié au Bulletin mensuel de la Cob n° 372 d'octobre 2002 et demeure disponible sur le site Internet de la COB : <http://www.cob.fr>.

37 Article 19-1-e)-1^{er} tiret de la directive modifiée.

On peut regretter cette référence à la notion d'équivalence pour apprécier l'éligibilité des sous-jacents non coordonnés à l'actif des Opcvm coordonnés qui pourra, éventuellement, donner lieu à des divergences d'interprétation entre autorités de tutelle.

Ensuite, « le niveau de la protection garantie aux détenteurs de parts de ces autres organismes de placement collectif » doit être « équivalent à celui prévu pour les détenteurs de parts d'un Opcvm » coordonné³⁸. En particulier, « les règles relatives à la division des actifs, aux emprunts, aux prêts, aux ventes à découvert de valeurs mobilières et d'instruments du marché monétaire » devront être équivalentes aux exigences de la directive de 1985 modifiée³⁹. A ce stade, il convient de relever que la référence à la notion de « division des actifs » est ambiguë. En effet, la version française de la directive 2001/108/CE emploie le terme « division des actifs » alors que la version anglaise utilise le terme « *asset segregation* ». La version française renvoie ainsi plutôt à la notion de dispersion des risques alors que la version anglaise (comme d'ailleurs la version allemande) renvoie à celle de ségrégation des actifs en termes de conservation chez le dépositaire ou le conservateur. La différence est fondamentale. Une clarification de la Commission européenne sera nécessaire sur ce point afin d'éviter que des divergences d'interprétation ne voient le jour entre régulateurs nationaux.

Enfin, pour être éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés, ces OPC devront diffuser au minimum des rapports annuels et semestriels « permettant l'évaluation de l'actif et du passif, des bénéfices et des opérations de la période considérée »⁴⁰.

Eu égard aux exigences requises par la directive modifiée pour admettre l'éligibilité d'OPC non coordonnés européens ou non, les perspectives de coordination pour les fonds investis en OPC alternatifs paraissent lointaines. Sauf à considérer (et à faire admettre aux autres régulateurs européens) que la pratique française consistant à assimiler les OPC alternatifs, pour leur éligibilité et leur comptabilisation dans les ratios, à des valeurs mobilières cotées quand ils sont admis à la négociation sur un marché réglementé⁴¹, est conforme à l'esprit de la directive. C'est d'ailleurs peut-être la raison pour laquelle le rapport annuel de la Cob pour 2001 mentionnait que cette faculté nouvelle « devrait ouvrir largement la voie à l'investissement des Opcvm dans des hedge funds dans la seule limite de 20 % pour un seul fonds et de 30 % pour l'ensemble de ce type de fonds »⁴².

S'agissant des OPC européens non coordonnés éligibles, il sera essentiel de s'assurer que tous les véhicules enregistrés dans un État membre soient éligibles de droit dès lors qu'ils se trouvent contrôlés par une autorité de tutelle. On pense notamment, en France, aux fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)⁴³ et aux Opcvm à procédure allégée⁴⁴, en Irlande, aux « *Professional Investor Funds* »⁴⁵ et

aux « *Qualifying Investor Funds* »⁴⁶, en Italie, aux « *fondi speculativi* »⁴⁷ et, au Luxembourg, aux « autres OPC » de la partie II⁴⁸. Il serait en effet dommageable pour l'industrie européenne de la gestion d'actifs que le ratio de 30 % ne soit qu'un cheval de Troie au service des seuls « *mutual funds* » américains.

b) Ratio émetteur.

En termes de répartition des risques, les Opcvm coordonnés ne pourront pas investir plus de 10 % de leur actif en parts ou actions d'un même Opcvm ou autre OPC⁴⁹. La directive modifiée laisse néanmoins aux États membres la faculté de porter cette limite à 20 %. Ces dispositions relatives au ratio émetteur sont plus contraignantes que celles qui prévalent actuellement en France pour les Opcvm d'Opcvm⁵⁰. En effet, ces derniers sont autorisés à investir jusqu'à 35 % de leur actif en parts ou actions d'un même Opcvm (et même jusqu'à 50 % pour les Opcvm à procédure allégée⁵¹). On peut dès lors s'interroger sur l'impact et les modalités de la transposition de la directive en France, en particulier s'agissant de l'opportunité d'abaisser le seuil de 35 % pour l'aligner sur celui de la directive. La solution consistant à abaisser le ratio émetteur par Opcvm et OPC sous-jacents de 35 % à 20 % serait discriminante pour les Opcvm français bénéficiant du ratio actuel de 35 %. A l'inverse, le maintien de l'ancien ratio en marge de l'instauration du nouveau ratio de 20 % risquerait d'entraîner un manque de lisibilité de la réglementation française qui connaîtrait alors trois catégories de « fonds de fonds » : ceux conformes à la directive dont le ratio émetteur serait limité à 10 % ou 20 %, ceux non coordonnés dont le ratio émetteur serait maintenu à 35 % et ceux à procédure allégée dont le ratio émetteur serait de 50 %.

Par ailleurs, la question se posera de savoir si cette limite de 10 % susceptible d'être portée à 20 % par les États membres s'appliquera par Opcvm et/ou OPC ou par compartiments s'agissant des Opcvm compartiments. Une analyse littéraire des dispositions de la directive 2001/108/CE amène plutôt à considérer que le respect du ratio émetteur sera apprécié au regard de la totalité du passif de l'Opcvm et/ou de l'OPC plutôt que compartiment par compartiment⁵².

Enfin, il convient de relever que l'article 24 – 2 alinéa 2 nouveau autorise les États membres à ne pas imposer aux Opcvm la comptabilisation par transparence des actifs figurant dans les portefeuilles des Opcvm et OPC sous-jacents.

c) Ratio d'emprise.

S'agissant du ratio d'emprise, les Opcvm coordonnés ne seront pas autorisés à détenir plus de 25 % des parts ou actions émises par un Opcvm ou autre OPC⁵³. Là encore, dans la mesure où la réglementation française prévoit un ratio d'emprise plus souple de 35 % pour les Opcvm d'Opcvm⁵⁴ et les Opcvm à procédure allégée⁵⁵, la question de

38 Article 19-1-e)-2° tirt de la directive modifiée.

39 Article 19-1-e)-2° tirt de la directive modifiée.

40 Article 19-1-e)-3° tirt de la directive modifiée.

41 Relevé de décisions de la Cob du 3 avril 2003 relatif à la régulation de la multigestion alternative, document disponible sur <http://www.cob.fr> et publié au Bull. Cob n° 378 Avril 2003, p. 11 et s.

42 Rapport annuel Cob pour 2001, p.176.

43 Article L. 214-42 du Code monétaire et financier.

44 Article L. 214-35 du Code monétaire et financier.

45 « Non UCITS Notice 12 » de la Banque Centrale d'Irlande.

46 « Non UCITS Notice 24 » de la Banque Centrale d'Irlande.

47 Décret n° 228/1999 du 24 mai 1999 modifié par le décret n° 180/2000

du 22 mai 2000.

48 Partie II de la loi du 30 mars 1988.

49 Article 24-1 nouveau de la directive modifiée.

50 Article 13 alinéa 2 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

51 Article 14 alinéa 2 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

52 Etant précisé que, de facto, un Opcvm coordonné pourra détenir au plus 10 ou 20 % des parts ou actions émises par un même compartiment, à la condition qu'il ne détienne aucune autre part ou action émise par un autre compartiment.

53 Article 25-2-3° tirt nouveau de la directive modifiée.

54 Article 13 alinéa 2 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

55 Article 14 alinéa 4 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

l'impact et des modalités de la transposition de la directive 2001/108/CE se posera. Comme pour le ratio émetteur, il faudra que la Cob et l'industrie française de la gestion décident si elles souhaitent unifier le ratio d'emprise ou si la réglementation française connaîtra un régime à deux vitesses : celui des « fonds de fonds » coordonnés respectant un ratio d'emprise limité à 25 % et celui des « fonds de fonds » non coordonnés observant un ratio d'emprise porté à 35 %.

2) Opcvm indiciels

Outre les « fonds de fonds », la directive 2001/108/CE autorise désormais la coordination des Opcvm indiciels⁵⁶. Reconnaissant que « *la technique consistant à sélectionner les éléments d'un portefeuille de placements suivant un indice est une technique de gestion* »⁵⁷ et constatant que « *des techniques de gestion de portefeuille [...] sont fondées sur la reproduction d'indices* »⁵⁸, la directive 2001/108/CE affirme qu'il est nécessaire de permettre aux Opcvm de reproduire des indices d'actions et/ou d'obligations « *notoires et reconnus* ». A cette fin, il est proposé de définir pour les Opcvm indiciels des règles de répartition des risques plus souples.

a) Définition de l'indice.

L'article 22 bis-1 nouveau de la directive Opcvm autorise désormais les États membres à porter à 20 % le ratio de répartition des risques de l'article 22 (5 % pouvant être portés à 10 % sous certaines conditions) pour les « *placements en actions et/ou obligations émises par une même entité, lorsque, conformément au règlement du fonds ou aux documents constitutifs de l'Opcvm, la politique de placement de l'Opcvm a pour objet de reproduire la composition d'un indice d'actions ou d'obligations précis qui est reconnu par les autorités compétentes* ». Cet article ajoute que la composition de l'indice devra être « *suffisamment diversifiée* », qu'il devra constituer « *un étalon représentatif du marché auquel il se réfère* » et faire l'objet « *d'une publication appropriée* ».

• *Sous-jacents de l'indice.*

L'article 22 bis-1 nouveau définit limitativement les sous-jacents des indices éligibles : il s'agit exclusivement des actions et des obligations (ce qui inclut les obligations convertibles). Cette définition demeure cependant muette sur les indices monétaires (dont le sous-jacent est composé de taux d'intérêt). Il faut craindre dans ces conditions qu'un Opcvm dont l'objectif de gestion consisterait à répliquer un indice monétaire soit privé de toute perspective de coordination en tant qu'Opcvm indiciel. Cette question mérite une clarification de la part des autorités de tutelle.

• *Les caractéristiques de l'indice.*

La directive pose trois caractéristiques de l'indice qui appellent, en l'état, des questions sur leur interprétation. Tout d'abord, la notion de diversification suffisante de l'indice, au sens de l'article 22 bis nouveau, même s'il s'agit

d'une exigence légitime, devra être précisée dans le cadre des travaux de transposition. A cet égard, il sera impératif de s'assurer que cette règle n'est pas discriminante pour des indices, notamment sectoriels ou thématiques, dont la composition serait restreinte mais représentative en revanche du secteur ou thème concerné. On pense en particulier à la gamme des indices Dow Jones Eurostoxx « Food and Beverages » (13 valeurs dont Unilever à 41 % de l'indice et Danone à 22,5 %), « Automobiles » (9 valeurs dont Daimler à 35 %), « Energy » (9 valeurs dont Total à 39 % et Royal Dutch à 36 %), « Chemicals » (9 valeurs dont BASF à 32 % et Air Liquide à 22 %), « Healthcare » (15 valeurs dont Aventis à 39 % et Sanofi Synthelabo à 27 %).

A l'identique, la notion d'« *étalon représentatif* » devra être clarifiée. Il faut souligner que la version anglaise de la directive emploie une terminologie différente, en faisant référence à la notion d'« *adequate benchmark* » qui semble plus souple et moins figée que le concept retenu dans la traduction française. En outre, les critères de la représentativité risquent d'être diversement interprétés d'un pays à l'autre, ce qui pourrait donner lieu à des distorsions concurrentielles. Ainsi, telle autorité de tutelle pourrait être amenée à accepter qu'un indice éthique écarte certaines valeurs alors qu'une autre n'accepterait pas la représentativité d'un tel indice au motif qu'il aurait exclu, pour des raisons éthiques, une valeur majeure d'un marché ou d'un secteur. On peut également s'interroger sur la possibilité de proposer des indices équipondérés⁵⁹, comme le Dow Jones Industrial Averaged, au sein desquels des valeurs feraient l'objet de sur ou de sous-pondérations.

Enfin, s'agissant de la publication appropriée de l'indice, la Cob a déjà eu l'occasion de préciser sa position en considérant que l'indice devait être « *accessible au public et qu'il soit établi et diffusé de manière indépendante par rapport aux différents acteurs de l'Opcvm : société de gestion, dépositaire, ou garant le cas échéant* »⁶⁰.

• *Dérogation.*

L'article 22 bis-2 nouveau de la directive modifiée autorise les États membres à porter la limite de 20 % à 35 % « *lorsque cela se révèle justifié par des conditions exceptionnelles sur le marché, notamment sur des marchés réglementés où certaines valeurs mobilières ou certains instruments du marché monétaire sont largement dominants* ». Cette dérogation ne sera néanmoins permise que pour un seul émetteur⁶¹. On pense immédiatement au cas de Nokia en Finlande dont le poids dans l'indice HEX General Index représente 54,87 % ou à celui de Fortis en Belgique dont la pondération dans l'indice BEL 20 est de 23,21 %⁶².

• *Information.*

Au titre de l'information dispensée aux investisseurs, l'article 24 bis-2 nouveau de la directive Opcvm dispose que les Opcvm reproduisant un indice d'actions ou d'obligations devront inclure dans leur prospectus et, le cas échéant, dans tous autres documents promotionnels éventuels une « *men-*

56 Cf. I. Lang-Petitmengin et J. Stevenson, « *Trackers... à la recherche de l'harmonisation européenne* », Les Echos 13 novembre 2001.

57 2° considérant de la directive 2001/108/CE.

58 14° considérant de la directive 2001/108/CE.

59 Un indice « équipondéré » est un indice au sein duquel les valeurs qui le composent représentent un poids identique, abstraction faite de leurs capitalisations boursières respectives.

60 Bull. mensuel n°334, avril 1999, p. 29.

61 Cette dérogation a été demandée par certains États membres à un stade la négociation du projet de directive 2001/108/CE où, du fait de la bulle des TMT, certaines valeurs occupaient une place prépondérante dans la composition des indices.

62 Source Bloomberg au 28 mai 2003.

tion bien visible attirant l'attention sur leur politique d'investissement ». Cette mesure vise à garantir une parfaite information des investisseurs sur la politique d'investissement adoptée par l'Opcvm.

b) Comparaison avec le droit français.

La limite de 20 % par émetteur est celle également prévue par le droit français⁶³. En revanche, la réglementation française ne contenait jusqu'à présent aucune dérogation permettant, pour une seule valeur, de s'affranchir de la limite de 20 %. Il faut souhaiter que la France transposera cette dérogation (35 %) même si, s'agissant des indices français, une telle souplesse sera vraisemblablement sans intérêt⁶⁴. D'autant que l'indice CAC 40 doit passer au flottant en décembre 2003 et que, à cette occasion, la pondération maximum d'une société dans l'indice sera limitée à 15 % de la capitalisation totale de l'indice de façon à éviter la sur-pondération d'une valeur et à assurer en conséquence une bonne représentativité de l'échantillon. En choisissant de ne pas transposer cette dérogation, il serait dommageable de priver l'industrie française de la gestion de perspective de création de fonds indiciels sur d'autres indices européens au sein desquels, comme évoqué précédemment, certaines valeurs peuvent représenter plus de 20 % de l'indice. La question de l'opportunité de transposer ce ratio dérogatoire de 35 % est d'ailleurs posée par la Cob dans son dernier rapport annuel pour 2002⁶⁵.

Ensuite, il faut souligner que la définition de fonds indiciels retenue par la directive est beaucoup plus stricte que celle prévue par la réglementation française⁶⁶. En effet, le ratio dérogatoire de 20 % prévu par la réglementation française bénéficie aux Opcvm dont l'objectif de gestion correspond à « l'évolution d'un indice »⁶⁷, alors que le ratio dérogatoire prévu par la directive ne pourra a priori s'appliquer qu'aux seuls Opcvm répliquant strictement un indice. Cette différence sémantique sera pénalisante pour les Opcvm annonçant un objectif de performance lié à un indice sans revendiquer pour autant une réplification parfaite de l'indice et qui, faute de clarification dans le cadre de la transposition, seront très vraisemblablement privés de toute perspective de coordination. La question se pose bien évidemment pour certains Opcvm indiciels français. Là encore, il faudra que la Cob et les professionnels français se posent la question de savoir si la transposition de la directive en droit français devra aboutir à la coexistence de deux catégories d'Opcvm indiciels : les « nouveaux » conformes à la directive modifiée répliquant strictement un indice et les « anciens » non coordonnables suivant l'évolution d'un indice.

De façon plus judicieuse, une solution intermédiaire pourrait consister à autoriser les Opcvm coordonnés indiciels à recourir à la notion de « tracking error » pour déterminer leur degré de réplification de leur indice de référence. La « tracking error » mesure la dispersion moyenne (écart-type) des écarts entre la performance d'un fonds et de son indice

de référence. Une telle approche permettrait indéniablement de concilier les critères de la directive (réplication stricte de l'indice) avec la souplesse de la réglementation française (suivi de l'évolution de l'indice). Ainsi, un Opcvm coordonné indiciel, pour bénéficier de ce label, devrait évoluer dans une fourchette de « tracking error » à définir. Si cette option devait être retenue, la méthode de calcul de la « tracking error » devra néanmoins être discutée avec les professionnels et définie avec précision.

C) Encadrement de l'utilisation des produits dérivés

Historique.

L'ancienne directive de 1985 ne contenait aucune disposition explicite relative aux interventions des Opcvm sur les produits dérivés qu'ils soient négociés sur des marchés réglementés ou de gré à gré (« over-the-counter » ou « OTC »). En 1985, le marché des produits dérivés était encore limité, tant en gamme de produits offerts que de liquidité. L'article 21 ancien se contentait simplement d'énoncer que « les États membres peuvent autoriser les Opcvm [...] à recourir aux techniques et instruments qui ont pour objet les valeurs mobilières, à condition que le recours à ces techniques et instruments soit fait en vue d'une bonne gestion du portefeuille ».

Cette disposition très lapidaire était interprétée différemment par les États membres et à l'évidence ne contribuait pas à une bonne harmonisation du marché intérieur de la gestion collective. Ainsi, contrairement à la France, certains États membres avaient considéré que cette disposition n'autorisait pas les Opcvm coordonnés à utiliser des produits dérivés OTC. C'est pourquoi, dans le cadre de la réforme de la directive, le recours aux produits dérivés par les Opcvm a suscité des débats entre États membres. Les réticences initiales de la Commission, du Parlement et de certains pays à l'encontre des dérivés OTC étaient sérieuses⁶⁸. La proposition initiale de réforme de la directive n°85/611/CEE envisageait d'autoriser uniquement l'utilisation des produits dérivés standardisés négociés sur des marchés réglementés et excluait les instruments financiers à terme négociés de gré à gré. La Commission avait ensuite accepté d'étendre le champ d'application de sa proposition aux produits dérivés OTC. Mais, ce deuxième projet proposait de limiter l'utilisation des produits dérivés aux seuls sous-jacents détenus en portefeuille, ce qui revenait à autoriser les opérations conclues dans un but de couverture et à interdire les opérations de dynamisation. À titre anecdotique, le Parlement européen avait également voté un amendement qui proposait de réserver l'utilisation des produits dérivés aux seuls instruments « jouissant d'une notation élevée sur une échelle de notation reconnue ». Cette disposition, qui traduisait une méconnaissance des produits dérivés, ne pouvait raisonnablement pas être maintenue dans la mesure où il n'existe pas de système de notation financière des produits dérivés OTC. En effet, seules les

63 Article 16 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.

64 La première valeur du CAC 40, Total, représente 13,99 % de l'indice au 28 mai 2003 (source Bloomberg). Seule France Telecom a représenté — de façon éphémère — plus de 20 % du CAC 40 au début de l'année 2000. A ce jour, aucune valeur ne représente plus de 15 % de la pondération des indices français (SBF 80, SBF 120, SBF 250, Midcac, Exane Convertible Index, EBF-FCI).

65 Rapport annuel de la Cob pour 2002, p. 154.

66 Sur les Opcvm indiciels, Cf. R. Roblot, Opcvm, 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, op. cit. n°64.

67 Article 16 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 et Instruction Euronext N3-09.

68 Cf. E. Courant, « L'utilisation des produits dérivés de gré à gré par les Opcvm », Banque & Droit juillet-août 2000, p. 16.

contreparties ou les émissions de titres font l'objet d'une notation financière par les agences de rating.

Traitant les produits dérivés comme une classe d'actifs à part entière dans laquelle les Opcvm peuvent investir, la version définitive de la directive 2001/108/CE a finalement fait droit aux attentes des professionnels et constitue une des principales innovations de la réforme. Ainsi, le 11^e considérant de cette directive précise désormais que « *les Opcvm devraient être expressément autorisés, dans le cadre de leur politique générale de placement et/ou à des fins de couverture afin d'atteindre un objectif financier déterminé ou un profil de risque indiqué dans le prospectus, à effectuer des placements dans des instruments financiers dérivés* ». La directive pose des conditions communes à tous les produits dérivés, négociés ou non sur un marché réglementé (1) et édicte en outre des conditions supplémentaires pour les produits dérivés négociés de gré à gré (2). Enfin, le traitement des dérivés « intégrés » dans des valeurs mobilières ou titres de créance (« *embedded derivatives* ») est également abordé par la directive modifiée (3).

1) Conditions communes à tous les produits dérivés

a) Transactions et sous-jacents éligibles.

L'article 19-1-g) nouveau de la directive modifiée prévoit désormais qu'au titre des placements éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés, peuvent figurer les « *instruments financiers dérivés, y compris les instruments assimilables donnant lieu à un règlement en espèces, qui sont négociés sur un marché réglementé [...] et/ou instruments financiers dérivés négociés de gré à gré...* ». Les sous-jacents aux instruments financiers dérivés doivent être des instruments éligibles à l'actif d'un Opcvm coordonné (c'est-à-dire des valeurs mobilières, y compris les parts ou actions d'Opcvm et d'OPC⁶⁹, et/ou des instruments du marché monétaire), des indices financiers, des taux d'intérêt, des taux de change, des devises, dans lesquels l'Opcvm peut investir conformément à ses objectifs d'investissement, tels qu'ils ressortent du règlement du fonds ou des documents constitutifs de l'Opcvm⁷⁰.

Dans le cadre des travaux de transposition de la directive, il faudra s'assurer que certains États membres ne chercheront pas à faire prévaloir une lecture restrictive de cette énumération. Cette crainte est particulièrement sensible pour les professionnels français de la gestion dont la réglementation est pleinement satisfaisante puisque, ayant abandonné toute liste limitative d'opérations autorisées, elle prévoit, depuis 1998, que les Opcvm peuvent utiliser tous contrats « *sur instruments financiers à terme en vue de protéger leurs actifs ou de réaliser leur objectif de gestion* »⁷¹. Ainsi, devront être éligibles à l'actif des Opcvm tous les produits dérivés portant sur un actif (ou une combinaison d'actifs) ou un risque inhérent à la détention ou au démembrement de cet actif auxquels l'Opcvm peut s'exposer en direct. Au-delà des actifs « traditionnels », on songe en particulier à la volatilité, aux *spreads*, aux dividendes et au risque de crédit. Sur ce dernier

point, il faut se féliciter que la Cob et le Trésor défendent au plan européen le principe selon lequel les dérivés de crédit relèvent des opérations éligibles à l'actif des Opcvm coordonnés. Les Opcvm se trouvent en effet exposés au risque de crédit par la simple détention d'une obligation. Dans ces conditions, il serait incohérent de les priver de la faculté de couvrir ou de s'exposer synthétiquement à un risque auquel ils sont déjà exposés. Malheureusement, il semble que, sur ce point, la position française ne soit pas partagée par tous les autres États membres, certains faisant preuve d'une relative frilosité, voire d'une franche hostilité pour d'autres. Cet isolement relatif s'explique par le fait que la France est le premier pays européen à avoir expressément autorisé l'utilisation des dérivés de crédit par les Opcvm⁷².

Il faudra également veiller à l'éligibilité des dérivés de dérivés (type options sur options et *swaptions*).

b) Conformité de l'utilisation des produits dérivés aux règles de la directive et aux objectifs d'investissement de l'Opcvm.

Le 13^e considérant de la directive 2001/108/CE prévient que « *les opérations sur instruments dérivés ne peuvent jamais être utilisées pour tourner les principes et les règles* » de la directive modifiée. Par ailleurs, l'article 21-2 deuxième alinéa dispose que l'utilisation des produits dérivés ne pas doit amener un Opcvm « *à s'écarter de ses objectifs d'investissement tels qu'exposés dans le règlement [...] de l'Opcvm, dans ses documents constitutifs ou dans son prospectus* ». Même si elle entretient une suspicion peu opportune quant à la finalité de l'utilisation des produits dérivés, une telle disposition est destinée à prévenir tout risque de décorrélation substantielle ou d'altération entre l'objectif d'investissement et la classification affichés de l'Opcvm et la réalité économique restituée grâce à l'utilisation des produits dérivés.

La réglementation française contient déjà une disposition similaire prévoyant que l'utilisation de produits dérivés ne doit pas conduire un Opcvm à s'écarter de ses objectifs d'investissement tels qu'exposés dans sa notice d'information⁷³. D'ailleurs, le chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998 affirme que « *les opérations à terme doivent s'inscrire dans le cadre de la classification de l'Opcvm et dans le respect de l'orientation des placements décrite par la notice d'information* ».

c) Limite d'engagement.

À l'image de ce qui est prévu en France par le décret n°89-624 du 6 septembre 1989⁷⁴, la directive modifiée dispose que le risque global lié aux produits dérivés ne doit pas excéder la valeur nette totale du portefeuille d'un Opcvm⁷⁵. À cet égard, le 11^e considérant de la directive 2001/108/CE précise que « *pour assurer la protection des investisseurs, il est nécessaire de limiter l'exposition potentielle maximale découlant des instruments financiers dérivés de sorte qu'elle ne dépasse pas la valeur nette totale du portefeuille* » de

69 Ce qui autorisera les swaps de performance d'Opcvm ou d'OPC au sein des Opcvm coordonnés.

70 Article 19-1-g)-1^{er} tiret de la directive modifiée.

71 Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié en dernier lieu par le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002.

72 Sur cette question, cf. E. Courant et S. Brémond, « *L'utilisation des dérivés de crédit par les Opcvm est enfin clarifiée par le décret n° 2002-1439 du 10 décembre 2002* », L'Agefi 19 décembre 2002 p. 23; F. Bussière,

Chronique de gestion collective, Banque & Droit janvier-février 2003, p. 41.

73 Article 2.1 alinéa 3 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

74 1^{er} alinéa de l'article 2.1 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

75 11^e considérant de la directive 2001/108/CE et article 21-3 alinéa 1 de la directive modifiée.

l'Opcvm. Il s'agit d'une mesure de bon sens, destinée à limiter l'effet de levier des Opcvm coordonnés. La directive ne devrait donc nécessiter aucune transposition sur ce point. À titre anecdotique, il avait été proposé que l'utilisation des dérivés OTC soit limitée à 30 % de l'actif. Cette mesure avait été très fortement critiquée et la Commission européenne avait fini par y renoncer. L'article 21-3 alinéa 2 nouveau de la directive modifiée indique que le risque global lié aux instruments dérivés sera calculé « *en tenant compte de la valeur courante des sous-jacents, du risque de contrepartie, de l'évolution prévisible des marchés et du temps disponible pour liquider les positions* ».

Dans le cadre de la transposition en droit français de la directive modifiée, il faudra veiller à préserver la méthode de calcul de l'engagement hors bilan retenue dans le chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998. Ce texte, modifié en février 2000, avait fait l'objet de longues discussions entre la Cob et les professionnels au cours de l'année 1999 et, sous réserve des modifications intervenues récemment dans la réglementation française qui sont pour l'essentiel une transposition anticipée de la directive modifiée, il sera important de préserver le consensus et l'équilibre auquel la Cob et les professionnels étaient parvenus dans la rédaction de ce texte. En particulier, il conviendra de veiller à maintenir une méthode duale consistant, selon les cas, à traduire les dérivés OTC en équivalent sous-jacent selon la méthode du « delta » ou à privilégier la notion de risque de perte maximum lorsque la méthode du « delta » n'est pas pertinente (en particulier pour les options dites « digitales »).

d) Inclusion des sous-jacents des produits dérivés dans les ratios d'investissement.

La directive modifiée prévoit que les sous-jacents doivent être pris en compte pour le calcul des ratios de dispersion des risques (ratio émetteur). Autrement dit, les Opcvm devront comptabiliser les sous-jacents des produits dérivés dans les ratios de division des risques applicables à leurs investissements physiques. C'est ainsi que le troisième alinéa de l'article 21 – 3 de la directive modifiée précise qu'un Opcvm « *peut dans le cadre de sa politique d'investissement et dans les limites fixées à l'article 22 paragraphe 5 investir dans des instruments financiers dérivés pour autant que, globalement, les risques auxquels sont exposés les actifs sous-jacents n'excèdent pas les limites d'investissement fixées à l'article 22* ».

Il s'agit d'une innovation majeure dont la philosophie est légitime : éviter qu'un Opcvm ne puisse avoir recours aux produits dérivés pour créer, de façon synthétique, une exposition ne respectant pas les ratios d'actifs applicables à ses investissements « physiques » (par exemple, 100 % de l'actif exposé sur une seule action). Cette exigence se comprend s'agissant d'opérations de dynamisation (investissement synthétique). En revanche, elle ne se justifie pas dans le cas d'opérations de couverture de risques déjà présents dans le portefeuille de l'Opcvm. Dans ce dernier cas, la transparence sur les sous-jacents ne devrait pas être requise puisque le produit dérivé vient réduire, voire annuler, le risque lié à la détention de l'actif sous-jacent. Pour mémoire, la Cob avait déjà posé une exigence similaire pour autoriser, en

septembre 1999, l'utilisation des dérivés de crédit lorsque l'Opcvm est vendeur de protection. Aucune méthode de comptabilisation par transparence des sous-jacents n'est cependant préconisée par la directive. En conséquence, il faudra qu'à l'occasion des travaux de transposition et après une étude d'impact, les régulateurs et les professionnels se prononcent pour l'une et/ou l'autre des méthodes communément admises que sont le delta équivalent sous-jacent ou le risque de perte maximum⁷⁶, les deux méthodes pouvant naturellement être employées alternativement en fonction du profil des produits ou de leurs utilisateurs.

Une dérogation est prévue pour les dérivés sur indices, le 3^e alinéa de l'article 21.3 disposant que « *les États membres peuvent, lorsqu'un Opcvm investit dans des instruments financiers dérivés fondés sur un indice, permettre que ces investissements ne soient pas nécessairement combinés aux limites fixées à l'article 22* ». En effet, la comptabilisation d'un indice se serait heurtée à une difficulté pratique à défaut pour les indices d'être identifiés parmi les éléments d'actifs des Opcvm. En outre, ce qui aurait pu être envisageable, au prix de grandes difficultés techniques pour des indices sur actions (par transparence), aurait été impossible à mettre en œuvre pour des indices monétaires. Ces dispositions et cette dérogation sont d'ores et déjà transposées dans la réglementation française⁷⁷.

En revanche, la réglementation française connaît un aménagement à la règle de la transparence sur les sous-jacents qui ne figure pas dans la directive modifiée. Il est prévu en effet que, pour les contrats sur instruments financiers à terme destinés à permettre aux Opcvm de réaliser leur objectif de garantie de performance, de revenu ou de capital, l'exposition au risque liée à ces contrats sera calculée en tenant compte de la valeur de l'actif sous-jacent à la date de conclusion des contrats⁷⁸. Cette mesure, essentielle pour les fonds garantis ou à formule, vise à éviter toute remise en cause d'une opération en raison de l'appréciation sur la durée de la valeur de marché des sous-jacents. Cette faculté dont bénéficient certains Opcvm français devra être préservée.

e) Amélioration de l'information des porteurs quant aux stratégies mises en œuvre, aux instruments financiers utilisés et aux risques inhérents à ces stratégies et instruments.

Le 11^e considérant de la directive 2001/108/CE indique que « *pour garantir la protection des investisseurs par des mesures de publicité, les Opcvm devraient décrire les stratégies, les techniques et les limites à l'investissement applicables à leurs opérations sur instruments dérivés* ». Au titre de l'information dispensée aux investisseurs, l'article 24 bis-2 nouveau dispose que les Opcvm investissant principalement dans des actifs autres que des valeurs mobilières et des instruments du marché monétaire, ce qui vise notamment les Opcvm ayant recours aux produits dérivés, doivent inclure dans leur prospectus et, le cas échéant, dans tous autres documents promotionnels éventuels, une mention bien visible attirant l'attention sur leur politique d'investissement.

De façon plus précise, l'article 24 bis-1 nouveau prévoit que les Opcvm doivent indiquer dans leur prospectus et leurs publications promotionnelles qu'ils effectueront des opéra-

76 Il existe d'autres méthodes, type « *Value at Risk* » ou « *VAR* », qui seraient beaucoup plus coûteuses à mettre en œuvre.

77 Article 2.4 alinéa 1 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

78 Article 2.4 alinéa 2 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

tions sur produits dérivés et, en particulier, préciser « de manière bien visible si ces opérations peuvent être effectuées en couverture ou en vue de la réalisation des objectifs d'investissement ainsi que les effets possibles de l'utilisation d'instruments financiers dérivés sur le profil de risque ». L'article 24 bis-3 nouveau ajoute par ailleurs que « lorsque la valeur d'inventaire nette d'un Opcvm est susceptible de connaître une volatilité élevée du fait de la composition de son portefeuille ou des techniques de gestion du portefeuille pouvant être employées, le prospectus et, le cas échéant, tous autres documents promotionnels doivent contenir une mention bien visible attirant l'attention sur cette caractéristique ». L'article 24 bis-4 nouveau indique enfin que « si un investisseur en fait la demande, la société de gestion doit également fournir des informations complémentaires sur les limites quantitatives qui s'appliquent à la gestion des risques de l'Opcvm, sur les méthodes choisies pour respecter ces limites et sur l'évolution récente des risques et des rendements des principales catégories d'instruments ». Ces dispositions sont pour l'essentiel d'ores et déjà en vigueur en France. Le chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998 prévoit en effet que la notice d'information de l'Opcvm doit être explicite sur les stratégies mises en place et sur le type d'instruments utilisés et préciser expressément si l'Opcvm entend utiliser des produits dérivés pour réaliser son objectif de gestion.

Il faut relever que la proposition de directive approuvée le 30 mai 2000 prévoyait que, lorsqu'un Opcvm entend « placer ses actifs dans des instruments autres que des valeurs mobilières », « le règlement du fonds ou les documents constitutifs de l'Opcvm, ainsi que ses prospectus et ses éventuelles publications promotionnelles, doivent comporter une mention bien visible attirant l'attention sur le fait que l'Opcvm place tout ou partie de ses actifs dans des instruments dérivés standardisés et/ou négociés de gré à gré, ainsi qu'un avertissement signalant que de tels placements peuvent comporter davantage de risques et ne sont donc indiqués que pour les investisseurs expérimentés et pour ceux auxquels leur situation financière permet de supporter les risques liés à l'acquisition de parts d'un tel Opcvm ». Cette exigence trompait l'investisseur sur la finalité des produits dérivés et traduisait une confusion évidente : ce n'est pas l'investisseur qui est contrepartie des opérations sur produits dérivés, mais bien l'Opcvm, qui est lui-même un investisseur qualifié. Dans ces conditions, on pouvait s'interroger sur le bien-fondé d'une mesure visant à réserver l'acquisition de parts ou actions d'Opcvm aux investisseurs expérimentés et à ceux dont la situation financière permet de supporter les risques liés à leur investissement. Cette disposition, si elle avait été adoptée en l'état, aurait pu dissuader un investisseur de souscrire alors même que les nombreuses contraintes susvisées encadrant l'utilisation des produits dérivés par un Opcvm coordonné ne devraient pas permettre à ce dernier de se transformer en fonds à effet de levier, ce qu'auraient suggéré pourtant de tels avertissements. Fort heureusement, ces dispositions n'ont pas été reprises dans la version définitive de la directive 2001/108/CE.

79 Article 19-1-g)-2° tirt de la directive modifiée.

80 Sur l'évolution récente de la réglementation française : Cf. E. Courant, « La réglementation sur l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm évolue de manière significative », L'Agefi 7 mars 2002 p. 27 (1^{re} partie) et 14 mars 2002 p. 27 (2^e partie); F. Bussière et E. Jardel, « La réforme du

2) Conditions spécifiques aux produits dérivés négociés de gré à gré

Le 12^e considérant de la directive 2001/108/CE prévoit des « exigences supplémentaires concernant l'éligibilité des contreparties et des instruments, ainsi que la liquidité et l'évaluation permanente des positions ». Ces exigences supplémentaires « visent à garantir aux investisseurs un niveau de protection approprié, proche de celui dont ils bénéficient lorsqu'ils acquièrent des instruments dérivés sur les marchés réglementés ». Ces conditions sont au nombre de trois.

a) Qualité des contreparties éligibles.

Parmi ces exigences supplémentaires, la directive modifiée prévoit que les contreparties des Opcvm doivent être des établissements soumis à une surveillance prudentielle et appartenir aux catégories agréées par les autorités compétentes en matière d'Opcvm⁷⁹. En France, le décret n°89-624 du 6 septembre 1989 détermine déjà les contreparties éligibles⁸⁰. Il s'agit des établissements ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm, des établissements de crédit ayant leur siège social dans un état membre de l'OCDE et des entreprises d'investissement ayant leur siège dans un état membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen habilitées à fournir les services de conservation ou d'administration d'instruments financiers et dont le montant de fonds propres est au moins égal à 3,8 millions d'euros⁸¹. La transposition de la directive en droit français ne devrait pas avoir d'impact sur cette liste.

b) Valorisation, libre révocabilité et mesure du risque associé aux produits dérivés.

Le 11^e considérant de la directive 2001/108/CE affirme que, « afin d'assurer une sensibilisation permanente aux risques et aux engagements qui découlent des opérations sur instruments dérivés et de contrôler le respect des limites fixées aux placements, ces risques et engagements devront être évalués et contrôlés sur une base continue ». Les instruments financiers dérivés négociés de gré à gré doivent ainsi faire l'objet d'une « évaluation fiable et vérifiable sur une base journalière » et doivent pouvoir, « à l'initiative de l'Opcvm, être vendus, liquidés ou clôturés par une transaction symétrique, à tout moment et à leur juste valeur »⁸².

La notion d'« évaluation fiable et vérifiable sur une base quotidienne » devra être clarifiée quant à ses conséquences pratiques. En effet, on peut s'interroger sur la signification de cette règle : faut-il comprendre qu'elle impose une valorisation effective quotidienne des opérations ou qu'elle exige que la valorisation puisse être simplement vérifiée quotidiennement ? La question sera d'une acuité particulière pour les Opcvm non valorisés quotidiennement. La solution la plus simple consisterait naturellement à aligner la périodicité de valorisation des produits dérivés sur celle de la valeur liquidative ou de cantonner le principe d'une valorisation quotidienne – si cette dernière interprétation devait prévaloir – aux seuls Opcvm coordonnés.

décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989 », Banque & Droit n° 83 mai-juin 2002 p. 3.

81 Article 2.3-2° tirt du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

82 Article 19-1-g)-3° tirt de la directive modifiée.

Pour compléter ces règles prudentielles, la directive modifiée précise que l'utilisation des produits dérivés par un Opcvm implique que :

- la société de gestion doit mettre en œuvre une « méthode de gestion des risques qui lui permette de contrôler et de mesurer à tout moment le risque associé aux positions et la contribution de celles-ci au profil de risque général du portefeuille » ;

- la société de gestion « doit employer une méthode permettant une évaluation précise et indépendante de la valeur des instruments dérivés de gré à gré » ;

- la société de gestion doit « communiquer régulièrement aux autorités compétentes [...] les types d'instruments dérivés, les risques sous-jacents, les limites quantitatives ainsi que les méthodes choisies pour estimer les risques associés aux transactions sur instruments dérivés pour chaque Opcvm qu'elle gère »⁸³.

La réglementation française comporte d'ores et déjà des dispositions conformes à la directive modifiée. Elle prévoit en effet que les Opcvm doivent à tout moment valoriser de manière précise et indépendante leurs éléments d'actif et de hors bilan. En outre, les Opcvm doivent pouvoir à tout moment mesurer les risques associés à leurs positions et la contribution de ces positions au profil de risque général du portefeuille⁸⁴. S'agissant des produits dérivés OTC, la Cob avait déjà rappelé que les sociétés de gestion ne devaient plus s'en remettre aux seules cotations fournies par leurs contreparties et devaient au minimum mettre en place une méthode de comparaison entre plusieurs cotations⁸⁵. Enfin, la réglementation française impose la libre révocabilité des opérations sur produits dérivés OTC : les opérations doivent pouvoir être dénouées ou liquidées par l'Opcvm à tout moment, à leur valeur de marché ou à une valeur prédéterminée⁸⁶. Il importe de souligner que la transposition de l'obligation de communication à la Cob issue de l'article 21-1 de la directive modifiée devra être organisée de telle sorte qu'elle n'engendre pas une gestion administrative lourde et onéreuse pour les sociétés de gestion.

c) Ratio de contrepartie.

Le 13^e considérant de la directive 2001/108/CE souligne que « des règles complémentaires en matière de répartition des risques » doivent « s'appliquer aux risques encourus sur une contrepartie unique ou un groupe de contreparties ». C'est ainsi que l'article 22-1 deuxième alinéa nouveau de la directive modifiée dispose que le risque de contrepartie d'un Opcvm, dans une transaction sur produits dérivés OTC, ne peut excéder 10 % de ses actifs si la contrepartie est un établissement de crédit et 5 % de ses actifs pour les autres catégories de contreparties .

Constituant une importante innovation, le risque de contrepartie généré par les produits dérivés OTC devra à l'avenir être pris en considération par les sociétés de gestion. Ainsi,

l'exposition d'un Opcvm au risque de crédit sur une même contrepartie ne pourra excéder 5 ou 10 % de son actif selon les contreparties. Le risque de contrepartie sera de 10 % quand la contrepartie est un établissement de crédit visé à l'article 19.1 - f), c'est-à-dire ceux auprès desquels les Opcvm pourront effectuer des dépôts bancaires⁸⁷, et de 5 % pour les autres contreparties (essentiellement les entreprises d'investissement), étant précisé que l'article 22-2 nouveau autorise les États membres à porter à 10 % la limite de 5 %. Il convient de relever que la règle précitée des « 5/10/40 » n'est pas applicable s'agissant des opérations sur produits dérivés OTC.

L'instauration de ce ratio est destinée à protéger les Opcvm, et donc leurs porteurs, contre le risque d'une trop forte concentration de leur exposition hors bilan sur leurs contreparties. Un tel ratio de dispersion des risques applicable, non pas sur l'actif physique détenu en portefeuille, mais sur le hors bilan existait déjà dans d'autres pays comme l'Irlande ou la Grande-Bretagne. Cette innovation a d'ores et déjà été transposée en droit français⁸⁸ à l'occasion de la modification du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 par le décret n° 2002-278 du 26 janvier 2002⁸⁹. La France a d'ailleurs choisi de retenir une limite unique de 10 % au risque de contrepartie en usant de la faculté offerte par l'article 22-2 précité.

La directive modifiée ne définissant pas le risque de contrepartie, il sera utile de se référer au décret précité qui le définit comme étant le risque qu'une contrepartie manque à l'une de ses obligations au titre du contrat et amène de ce fait l'Opcvm à subir une perte financière⁹⁰. La réglementation française précise que le risque de contrepartie devra être calculé sur la base de l'exposition nette, à la valeur de marché des contrats concernés (valeur dite « *mark-to-market* ») et déduction faite des éventuelles garanties (« collatéral ») constituées au profit de l'Opcvm⁹¹. Il conviendra de s'assurer que la méthode de calcul du risque de contrepartie adoptée en France sera avalidée et reprise tant dans le cadre des travaux du comité de contact institué par la directive n° 85/611/CEE⁹² que lors des chantiers de transposition qui s'ouvrent au sein des États membres.

A cet égard, il faut souligner que, dans le cadre des réflexions relatives à la transposition de la directive et en vue de déterminer une méthode harmonisée de calcul du risque de contrepartie, certains États membres ont proposé de faire référence à la directive 93/6/CEE du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit⁹³, laquelle directive renvoie d'ailleurs pour les modalités du calcul du risque de contrepartie à la directive 89/647/CEE relative au ratio de solvabilité des établissements de crédit⁹⁴. Cette méthode serait très complexe et coûteuse à mettre en œuvre (humainement et techniquement) et pour s'y conformer, les sociétés de gestion devraient créer et développer, comme au sein des banques, des départements spécialisés dans les risques de marchés⁹⁵. En tout état de cause, on peut émettre des doutes sérieux

83 Article 21-1 de la directive modifiée.

84 Article 10 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié. Cette règle a été rappelée récemment par la Cob à l'occasion de la valorisation des asset swaps, Cf. « Méthode de valorisation des produits de taux dans les Opcvm », Bulletin mensuel COB n° 369, juin 2002, p. 67 ; Banque & Droit juillet-août 2002, p. 32, F. Bussière.

85 Chapitre VI de l'instruction COB du 15 décembre 1998 modifiée par l'instruction COB du 15 février 2000.

86 Article 2-3-1^{er} tiret du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

87 Cf. Supra.

88 Article 2.3-1^{er} alinéa-3^e tiret du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989

modifié.

89 JO du 28 février 2002 p. 3845.

90 Article 2.3 alinéa 2 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

91 Article 2.3 alinéa 3 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié.

92 Article 53 de la directive 85/611/CE du 20 décembre 1985.

93 Directive 93/6/CEE du 15 mars 1993, publiée au JOCE n° L. 141 du 11 juin 1993 p. 1.

94 Directive 89/647/CEE du 18 décembre 1989 publiée au JOCE n° L. 386 du 30 décembre 1989 p. 14.

95 Cf. E. Courant, « L'utilisation des produits dérivés de gré à gré par les Opcvm », op. cit.

quant à la pertinence de l'application aux Opcvm de méthodes conçues pour les fonds propres des banques, lesquelles sont loin d'être assujetties à des ratios de dispersion des risques aussi contraignants que ceux imposés aux Opcvm.

Par ailleurs, il faudra veiller à ce qu'à cette occasion il ne soit pas introduit des restrictions à la liberté dont les Opcvm bénéficient quant à la collatéralisation de leurs opérations. Ainsi, les méthodes de collatéralisation et la composition du collatéral prévues par les contrats-cadre de place devront être impérativement conservées. Ces conditions sont nécessaires pour préserver la capacité pour un Opcvm de conclure un swap avec une seule contrepartie dont la valeur équivaldrait à 100 % de son actif à la condition de garantir l'opération à hauteur au moins de 90 % de la valeur de marché du swap. Autrement dit, la dette éventuelle de la contrepartie, non garantie ou non couverte par du collatéral, devra rester égale ou inférieure à 10 % de l'actif de l'Opcvm.

Cette question revêt une très grande importance, notamment pour l'industrie française des fonds garantis ou fonds à formule⁹⁶. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle une dérogation a été introduite en droit français pour les fonds garantis. Ainsi, la réglementation française autorise, par exception, les Opcvm garantissant une performance, un revenu ou le capital et bénéficiant eux-mêmes ou faisant bénéficier leurs porteurs d'une garantie externe délivrée par un établissement de crédit dont le siège est situé dans un état membre de l'OCDE d'avoir une exposition au risque de crédit sur une même contrepartie supérieure à 10 % de leurs actifs⁹⁷. Dans cette hypothèse, il a été considéré que l'existence d'une garantie extrinsèque constitue une protection suffisante pour l'Opcvm contre la défaillance d'une contrepartie unique. Cette faculté offerte aux fonds garantis leur évite de multiplier le nombre de leurs contreparties et de « saucissonner » leurs opérations OTC (avec les conséquences imaginables en termes de coût et de raréfaction du nombre de contreparties réellement capables d'offrir des produits sophistiqués). Il est important que cette dérogation au ratio de contrepartie soit préservée tout en veillant à garantir pour l'avenir la coordonnabilité des fonds garantis ou des fonds à formule français.

3) Le traitement des « *embedded derivatives* »

L'alinéa 4 de l'article 21-3 nouveau de la directive modifiée prévoit que « *lorsqu'une valeur mobilière ou un instrument du marché monétaire comporte un instrument dérivé, ce dernier doit être pris en compte* » par transparence pour le calcul des ratios de dispersion des risques. La société de gestion doit également appliquer à ces produits dérivés intégrés ou « encapsulés » (plus connus sous le terme anglais d'« *embedded derivatives* ») dans une valeur mobilière ou un instrument du marché monétaire (par exemple, via un TCN) l'ensemble des règles relatives à la limite d'engagement, au contrôle des risques et à la valorisation⁹⁸.

Même si la philosophie de cette disposition est louable, il apparaît difficile de prime abord d'en cerner le champ d'application qui n'a fait, à ce jour, l'objet d'aucune discus-

sion au niveau européen. La règle de transparence sur les sous-jacents des « *embedded derivatives* » n'existe pas dans la réglementation française. Elle devra donc être transposée en droit interne.

La définition du champ d'application précis de cet article constituera assurément un exercice délicat, tant la rédaction du dernier alinéa de l'article 21-3 nouveau est imprécise. Ainsi, en poussant le raisonnement à l'absurde, on peut affirmer qu'une action est une valeur mobilière comportant un instrument dérivé puisqu'elle s'apparente à une option d'achat (*call*) sur les dividendes futurs distribués par l'entreprise! À l'évidence, les warrants entrent dans cette catégorie puisqu'ils présentent bien une dimension optionnelle. Il faut d'ailleurs souligner que ce constat va considérablement compliquer la tâche des gérants d'Opcvm non indicieux, mais simplement benchmarkés à un indice au sein duquel un (ou plusieurs) émetteur(s) a une pondération supérieure à 10 %. Pour restituer cette surpondération d'un émetteur au sein d'un indice, ces gérants pouvaient jusqu'à présent investir jusqu'à 10 % de leur actif en titres de cet émetteur et complétaient le différentiel en achetant des warrants indexés sur cet émetteur. Cette solution paraît condamnée.

En revanche, la question se pose s'agissant de produits de nature obligataire offrant certes une indexation, mais sans pour autant présenter une dimension optionnelle (certificats, Euro Medium Term Notes ou Bons à Moyen Terme Négociables indexés). Il conviendra également de s'interroger sur le traitement des produits structurés plus complexes (titrisations synthétiques par exemple). Enfin, la problématique vaut aussi pour des produits beaucoup plus simples, telles les obligations convertibles dont on ne comprendrait pas que la réglementation impose la comptabilisation par transparence de leurs sous-jacents dans les ratios de dispersion des risques alors que, pour calculer le niveau d'exposition ou d'investissement permettant de bénéficier de la classification Cob « actions », cette même réglementation n'accepte l'assimilation des obligations convertibles aux actions sous-jacentes que dans la limite de 20 % de l'actif de l'Opcvm⁹⁹.

On peut naturellement objecter que, si la directive avait voulu appréhender sans ambiguïté l'ensemble des titres offrant une indexation, ses rédacteurs auraient été probablement plus explicites dans la rédaction de l'article 21-3. En outre, cette règle de transparence vise ni plus ni moins qu'à répliquer le ratio de contrepartie applicable aux produits dérivés OTC. Or, autant la prise en compte du ratio de contrepartie se justifie pour les produits dérivés OTC car ce risque n'était jusqu'à présent pas appréhendé, autant la double comptabilisation (juxtaposition d'un risque émetteur sur l'émetteur du titre comportant un dérivé et d'un risque émetteur par transparence sur l'émetteur de l'exposition sous-jacente) au titre d'un même investissement demeure plus discutable. Il sera impératif que, sur cette question particulière, et dans le cadre de la transposition de la directive, des discussions approfondies soient menées avec les professionnels et qu'une étude d'impact soit conduite. En tout état de cause et, si d'aventure, une lecture très extensive de cette disposition devait être retenue dans le cadre de la transposition de la directive en France, il conviendra impérativement de retenir

96 Cf. « *La régulation des Opcvm à formule* », Bull. mensuel COB n° 374, décembre 2002, p. 55; V. Banque Stratégie n°197, octobre 2002, « *Les fonds garantis portés par la conjoncture* ».

97 Article 2.3 dernier alinéa du décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 modifié.

98 Cf. Supra.

99 Point 6 de l'annexe II de l'instruction COB du 15 décembre 1998.

pour les « *embedded derivatives* » l'ensemble des dérogations prévues en faveur des fonds garantis ou à formule et pour les dérivés fondés sur un indice¹⁰⁰.

D) Absence de dispositions spécifiques s'agissant des cessions temporaires de titres

Il est intéressant de relever que la directive 2001/108/CE demeure muette sur les opérations de cessions temporaires de titres, comme les pensions livrées ou les prêts/emprunts de titres¹⁰¹. L'article 36 de la directive de 1985, qui n'a pas été modifié par la directive 2001/108/CE, dispose simplement que les États membres peuvent autoriser les Opcvm à emprunter, dans la limite de 10 % de leur actif, pour autant qu'il s'agisse d'emprunts temporaires. Force est de constater que cette disposition ne vise que les emprunts (quid des prêts?) et ne précise pas si elle est limitée aux emprunts d'espèces ou si elle concerne également les emprunts de titres.

Ce silence de la directive 2001/108/CE est d'autant plus étonnant que la proposition de directive approuvée le 30 mai 2000 affirmait qu'« *il était souhaitable de permettre aux Opcvm d'effectuer des opérations de prêts de titres* » et ajoutait qu'« *un Opcvm peut être autorisé, dans une mesure limitée, à définir par les États membres, à participer en tant que prêteur à des opérations de prêts de titres* ». Même si les conditions posées par cette proposition de directive étaient difficilement conciliables avec la pratique¹⁰², il est curieux de constater que la version finalement adoptée a été totalement expurgée de toute référence explicite aux cessions temporaires de titres.

Néanmoins, l'article 21-2 nouveau de la directive modifiée énonce que « *les États membres peuvent autoriser les Opcvm à recourir aux techniques et aux instruments qui ont pour objet les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire aux conditions et dans les limites qu'ils fixent pour autant que ces techniques et ces instruments soient employés aux fins d'une gestion efficace du portefeuille* ». A défaut de dispositions explicites, il faut considérer que la rédaction de cet article est suffisamment générale pour permettre d'y inclure tous les types de cessions temporaires de titres. Cette interprétation devrait être néanmoins clarifiée au niveau européen afin d'éviter d'éventuelles distorsions entre États membres. En tout état de cause, ce point est sans incidence en France puisque les dispositions du Code monétaire et financier relatives aux pensions livrées¹⁰³ et aux prêts/emprunts de titres¹⁰⁴ prévoient d'ores et déjà que les Opcvm sont des contreparties éligibles pour la conclusion de ces opérations, que ce soit en qualité de cédant ou de cessionnaire pour les pensions livrées et en qualité de prêteur ou d'emprunteur pour les prêts/emprunts de titres. L'article 5 bis du décret n°89-624 du 6 septembre 1989 réaffirme le principe, en disposant que, sous certaines conditions tenant à la qualité de la contrepartie et au respect du ratio global de contrepartie¹⁰⁵, « *un Opcvm peut effectuer des opérations de*

prêt ou d'emprunt de titres, des opérations de pensions livrées ainsi que toute autre opération assimilée d'acquisition ou cession temporaire de titres ».

E) De nouvelles règles de répartition des risques

L'élargissement du champ des investissements autorisés aux Opcvm coordonnés a nécessité une refonte importante des règles prudentielles relatives à la dispersion des risques des Opcvm coordonnés. A cet égard, le 10^e considérant de la directive 2001/108/CE dispose que « *pour des raisons prudentielles, il est nécessaire d'éviter que les Opcvm concentrent de manière excessive leurs placements les exposant à un risque de contrepartie sur une même entité ou sur un ensemble d'entités appartenant à un même groupe* ». Force est de constater que la multiplication de ces nouvelles règles prudentielles, qui viennent se juxtaposer aux anciens ratios, ne rend pas leur compréhension très aisée, tant la rédaction de la directive 2001/108/CE manque, à cet égard, de clarté. Il est cependant possible de les regrouper sous quatre catégories.

1) Ratios de base.

Ces ratios élémentaires constituent les principes généraux de répartition des risques des Opcvm coordonnés. Ils sont énumérés à l'article 22-1 nouveau de la directive. Tout d'abord, la règle fondamentale en matière de ratio émetteur, inchangée avec la réforme, est qu'un Opcvm ne peut investir plus de 5 % de ses actifs dans des titres d'un même émetteur. Cette règle voit néanmoins son champ d'application élargi aux instruments du marché monétaire (article 22-1-1^{er} alinéa nouveau). Seules les valeurs mobilières étaient jusqu'à présent concernées. Par ailleurs, un Opcvm ne peut investir plus de 20 % de ses actifs dans des dépôts auprès d'une même entité. Enfin, le risque de contrepartie de l'Opcvm sur les opérations OTC ne doit pas excéder 10 % de ses actifs lorsque la contrepartie est un établissement de crédit, et 5 % dans les autres cas¹⁰⁶. Les règles en matière de dispersion des risques des Opcvm sont en outre renforcées par la nécessité de comptabiliser par transparence les sous-jacents des produits dérivés dans les ratios émetteurs qui n'étaient jusqu'à présent impactés que par les seuls investissements physiques¹⁰⁷.

2) Ratios combinés.

Dans certaines hypothèses, les ratios de répartition des risques peuvent être combinés (article 22-2 nouveau de la directive). Ainsi, la directive modifiée conserve la règle dite des « 5/10/40 ». Pour mémoire, cette règle prévoit qu'un Opcvm ne peut pas détenir plus de 5 % en titres d'un même émetteur (valeurs mobilières et instruments du marché monétaire), cette limite individuelle pouvant être portée à 10 % à condition que l'ensemble des titres dépassant 5 % ne représente pas plus de 40 % de l'actif de l'Opcvm¹⁰⁸. Cette règle ne s'applique pas aux dépôts auprès d'établissements

100 Cf. supra.

101 Pour une présentation générale de ces opérations, Cf. P. Gissinger, H. Blanc-Jouvan et H. Ekué, « *Les cessions temporaires de titres* », Banque Editeur, Les essentiels de la Banque, 2001.

102 Cf. E. Courant, « *L'utilisation des produits dérivés de gré à gré par les Opcvm* », op. cit.

103 Article L. 432-12 du Code monétaire et financier.

104 Article L. 432-6 du Code monétaire et financier.

105 Cf. E. Courant, « *La réglementation sur l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm évolue de manière significative* », op. cit.

106 Cf. supra.

107 Cf. supra.

108 Les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire évoqués aux articles 22-3 et 22-4 ne sont pas pris en compte pour le calcul de cette limite de 40 % en application de l'article 22-5 de la directive modifiée.

109 Article 22-2-1^{er} alinéa nouveau de la directive modifiée.

financiers faisant l'objet d'une surveillance prudentielle et aux opérations OTC conclues avec ces mêmes établissements¹⁰⁹. Enfin, la directive pose une limite globale quant à la faculté pour l'Opcvm de combiner les ratios sur une même entité. Ainsi, un Opcvm ne peut combiner des investissements dans des valeurs mobilières et instruments du marché monétaire émis par une seule entité, des dépôts et/ou des risques découlant de transactions OTC sur une même entité qui soient supérieurs à 20 % de ses actifs¹¹⁰.

3) Ratios dérogatoires.

Sont conservés et inchangés les plafonds spécifiques dérogatoires pour certains titres présentant des garanties particulières, tenant notamment au statut de l'émetteur ou de droits reconnus aux porteurs desdits titres. Ainsi, l'article 23 de la directive modifiée prévoit que les Opcvm peuvent placer jusqu'à 100 % de leur actif dans des émissions de valeurs mobilières et d'instruments du marché monétaire émis ou garantis par un État membre, par ses collectivités publiques territoriales, par un État tiers ou par des organismes internationaux à caractère public dont font partie un ou plusieurs États membres, à la condition que les titres proviennent d'au moins six émissions différentes sans que les valeurs appartenant à une même émission puissent excéder 30 % du montant des actifs.

Par ailleurs, aux termes de l'article 22-3 de la directive modifiée, les États membres peuvent porter la limite de 5 % à 35 % pour « les valeurs mobilières émises ou garanties par un État membre, par une collectivité publique territoriale, par un État tiers ou par des organismes publics internationaux dont un ou plusieurs États membres font partie ». En outre, conformément à l'article 22-4 de la directive modifiée, cette limite peut être fixée à 25 % pour « certaines obligations lorsque celles-ci sont émises par un établissement de crédit qui a son siège statutaire dans un État membre et qui est légalement soumis à une surveillance spéciale des autorités publiques destinées à protéger les détenteurs d'obligations. En particulier, les sommes découlant de l'émission de ces obligations doivent être investies dans des actifs qui durant toute la période de validité des obligations, peuvent couvrir les créances résultant des obligations et qui, en cas de faillite de l'émetteur, seraient utilisés en priorité pour le remboursement du principal et le paiement des intérêts courus ». Sont concernés principalement par cette disposition les « Pfandbriefe » allemands, les « cedulas » espagnoles ou les obligations foncières françaises¹¹¹ et les obligations émises par la Caisse de refinancement à l'habitat. Lorsqu'un Opcvm investit plus de 5 % de ses actifs dans ces obligations émises par un seul émetteur, la valeur totale de ces investissements ne peut dépasser 80 % de la valeur des actifs de l'Opcvm¹¹². Enfin, l'article 22-5-1^{er} alinéa de la directive modifiée dispose que « les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire évoqués aux paragraphes 3 [valeurs mobilières et instruments du marché monétaire émis ou garantis notamment par un État membre] et 4 [obligations foncières] ne sont pas pris en compte pour appliquer la limite de 40 % mentionnée au paragraphe 2 ».

4) Limites globales.

La directive modifiée pose également des limites globales d'investissement pour les Opcvm. Il est important de relever que ces dispositions prudentielles sont renforcées par leur consolidation au niveau du groupe. En effet, l'article 22-5-3^e alinéa de la directive modifiée dispose que « les sociétés qui sont regroupées aux fins de la consolidation des comptes, au sens de la directive 83/349/CEE¹¹³ ou conformément aux règles comptables internationales reconnues, sont considérées comme une seule entité pour le calcul des limites prévues dans le présent article ». Pour les besoins du calcul des ratios émetteurs, les entités appartenant à un groupe répondant aux critères susvisés devront ainsi être considérées comme un seul et même émetteur. Cette disposition a d'ores et déjà été transposée en droit français à l'occasion de la dernière modification du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 en décembre 2002¹¹⁴. Les professionnels seront confrontés à des contraintes pratiques d'application de ce ratio de groupe eu égard à la difficulté de cerner, en temps réel, la notion et le périmètre d'un groupe de sociétés au sens de la directive. En outre, lorsque l'Opcvm investit dans des valeurs mobilières et instruments du marché monétaire émis par des entités appartenant à un même groupe, conformément à l'article 22-5-dernier alinéa nouveau de la directive modifiée, ces investissements auprès du même groupe sont limités à 20 % de l'actif de l'Opcvm. Enfin, conformément à l'article 22-5-2^e alinéa nouveau de la directive modifiée, les limites susvisées au 1, 2 et 3 ne peuvent être combinées. En d'autres termes, la somme de tous les investissements d'un Opcvm coordonné sur une même entité (via des valeurs mobilières, des instruments du marché monétaire ou des produits dérivés) ne doit pas dépasser 35 % des actifs de l'Opcvm.

Le tableau synthétique (page 29) permet de récapituler les principaux ratios d'investissement prévus par la directive modifiée.

Conclusion générale

Le délai de transposition des nouvelles dispositions en droit interne est de 18 mois, soit le 13 août 2003. Les dispositions nouvelles devront entrer en vigueur au plus tard le 13 février 2004. La directive (article 2-2 nouveau) prévoit néanmoins une clause de grand-père, selon laquelle « les États membres peuvent accorder aux Opcvm existant à la date d'entrée en vigueur de la présente directive un délai n'excédant pas soixante mois à compter de cette date pour se conformer à la nouvelle réglementation nationale ». En revanche, reste en suspens le sort des Opcvm agréés entre la publication de la directive et sa transposition en droit national. L'article 2-2 précité semble les exclure du champ d'application de la clause de grand-père de cinq ans.

En droit français, la transposition des dispositions nouvelles issues des directives 2001/107/CE et 2001/108/CE est en cours. La modification du décret n°89-624 du 6 septembre 1989 par le décret du 26 février 2002 a déjà permis d'intégrer en droit interne des dispositions relatives aux pro-

110 Article 22-2-2^e alinéa nouveau de la directive modifiée.

111 Article 4 du décret n°89-623 modifié par le décret n°99-1217 du 30 décembre 1999; C. Le Hir et F. Bussière, « *Projet de loi sur les sociétés de crédit foncier : premiers commentaires* », Banque & Droit mars-avril 1999, p. 14.

112 Article 22-4 in fine de la directive modifiée.

113 7^e directive 83/349/CEE du 13 juin 1983 relative aux comptes consolidés — JOCE n° L. 193 du 18 juillet 1983 p. 1

114 Décret n° 2002-1439 du 10 décembre 1989 modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989

duits dérivés conclus par les Opcvm. Par ailleurs, le projet de loi « Sécurité financière », en cours de discussion devant l'Assemblée nationale, prévoit de transposer dans le Code monétaire et financier, les dispositions élargissant les actifs éligibles et celles relatives à l'objet des sociétés de gestion (suppression de l'obligation pour un Opcvm coordonné d'être géré par une société ayant comme objet social exclusif la gestion d'Opcvm¹¹⁵). Devront ensuite être modifiés notamment le décret n°89-623 du 6 septembre 1989, pour intégrer les nouveaux actifs éligibles et les ratios de dispersion des risques, l'Instruction Cob du 15 décembre 1998, de façon marginale, pour les règles de calcul d'engagements hors bilan, le Règlement Cob n°96-03, pour intégrer les montants de capital minimum des sociétés de gestion et le Règlement Cob 89-02 afin d'insérer les dispositions nouvelles sur le prospectus simplifié et les procédures de passeport. Le chantier français de la transposition est donc important et devra être mené rapidement pour offrir aux sociétés de gestion françaises le bénéfice des nouvelles dispositions. Il serait d'ailleurs opportun qu'à cette occasion la France se dote, à l'instar du Luxembourg, d'une réglementation bipolaire articulée autour d'un premier bloc consacré aux Opcvm conformes à la directive et d'un second bloc consacré aux Opcvm non conformes à la directive.

Si les modifications apportées par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE sont donc importantes et apparaissent nécessaires¹¹⁶, elles ne sont pas pour autant suffisantes, pour les raisons suivantes :

1) Tout d'abord, la directive reste, sur certains points, en deçà des objectifs que l'on était en droit d'attendre. On regrettera notamment que la directive modifiée ne traite pas, compte tenu de leur importance, des fonds maîtres et nourriciers (« *master/feeder* ») et des Opcvm à compartiments¹¹⁷. De même, la reconnaissance du passeport européen aux sociétés de gestion demeure, à notre sens, d'une portée trop limitée¹¹⁸. Il est dommage qu'une société de gestion ne soit toujours pas en mesure de créer un Opcvm dans un autre État membre. Cependant, l'article 2-1 de la directive 2001/108/CE prévoit que la Commission transmettra au Parlement européen et au Conseil, au plus tard le 13 février 2005, un rapport sur la directive modifiée. Ce rapport pourra prévoir des propositions de modification de la directive et intégrer le cas échéant de nouveaux Opcvm dans le champ de la directive (fonds institutionnels, fonds immobiliers, fonds *master/feeder*...).

2) Ensuite, l'harmonisation juridique opérée par la directive Opcvm modifiée doit être accompagnée d'une harmonisation européenne au niveau fiscal. Force est de constater que cette harmonisation n'existe pas actuellement¹¹⁹.

3) Le métier de dépositaire d'Opcvm reste également à moderniser. Les règles communautaires applicables à cet

intervenant datent de 1985. Depuis, chaque État membre a adopté une réglementation plus ou moins précise sur la fonction de dépositaire. En France, l'Instruction Cob de novembre 1993 organise le statut du dépositaire. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, compte tenu de la fonction primordiale du dépositaire et en vue d'harmoniser son statut, la Commission a organisé en septembre 2002 une consultation en ligne sur la réglementation applicable à cet acteur¹²⁰. Cette consultation a pour objet de recueillir les avis des professionnels sur la nécessité ou non de modifier la réglementation applicable. Elle s'inscrit d'ailleurs dans l'obligation pour la Commission de remettre au Parlement et au Conseil un rapport sur la directive modifiée, notamment pour évaluer le rapport entre gestionnaires et dépositaires¹²¹. La reconnaissance d'un passeport européen au bénéfice du dépositaire pourrait être à cette occasion évoquée.

4) Par ailleurs, le droit de la gestion d'actifs est une matière fortement évolutive qui appelle bien souvent des réformes rapides des textes. A cet égard, il faut regretter que la directive Opcvm modifiée n'entre pas dans le cadre du dispositif « Lamfalussy ». Rappelons que le Comité « Lamfalussy » a été mandaté par le Conseil Ecofin pour réaliser le Plan d'action pour les services financiers (PASF)¹²². Dans ce cadre, les institutions européennes sont assistées par deux comités spécialisés (le « *Committee of European Securities Regulators* » ou « CESR » et le « *European Securities Committee* » ou « ESC ») pour améliorer la législation européenne. Il n'en demeure pas moins que la directive Opcvm modifiée renforce les attributions du Comité de contact dont la mission est de faciliter la mise en œuvre harmonisée de la directive, de faciliter la consultation entre États membres et de conseiller la Commission sur des modifications éventuelles à apporter à ladite directive¹²³. Néanmoins, ses attributions demeurent à certains égards trop limitées pour la mise en place de la directive dans de bonnes conditions. Le renforcement de ses pouvoirs pourrait être envisagé dans le cadre de la clause de révision prévue à l'article 2-1-c de la directive 2001/108/CE.

5) Enfin, à terme, il serait opportun de regrouper l'ensemble de la réglementation communautaire relative à l'activité de gestion d'actifs pour le compte de tiers sous la seule et unique directive de 1985. Pour mémoire, la directive sur les services d'investissement du 10 mai 1993 régit la gestion individuelle sous mandat, qui relève désormais également de la directive Opcvm modifiée, ce qui ne favorise pas l'harmonisation de ce métier. Or, la gestion d'actifs, sur une base collective ou sur une base individuelle, constitue un métier à part qui appelle en conséquence un régime unique. ■

115 V. 1^{re} partie de notre article.

116 P. Bollon, « *Le marché unique de la gestion collective reste-t-il un fantasme ?* », Banque magazine juin 2000, n°615.

117 Bien que le prospectus simplifié, prévu par la Directive 2001/107/CE, fasse référence à l'existence éventuelle de compartiments de l'Opcvm coordonnés, ce qui laisse entendre que les Opcvm à compartiments pourraient être coordonnés (V. 1^{re} partie de l'article). En ce sens : R. Roblot, Opcvm, 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, op. cit., spéc. n°47.

118 V. 1^{re} partie de l'article.

119 Ph. Juilhard et S. Roucart, « *Problématiques juridiques et fiscales* », Dossier : la gestion d'actifs, Banque magazine octobre 2002, p. 40 ; Price-WaterHouseCoopers/Fefsi, « *Report to the European investment funds industry: discriminatory tax barriers in the single European investment*

funds market » — juin 2001, disponible sur <http://www.fefsi.org>.

120 Cette étude couvre notamment les obligations du dépositaire envers les autorités de surveillance, la liste des activités, la répartition des tâches, l'organisation du dépositaire, sa responsabilité et son remplacement, l'information de l'investisseur.

121 Article 2-1-c de la directive 2001/108/CE.

122 Rapport final du comité de sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières, Bruxelles, 15 février 2001, Banque et Droit juillet-août 2001, p.42, H. de Vauplane et J.J.Daigre ; P. Aidan, « *La communautarisation du droit des marchés financiers* », Bull. Joly Bourse 2002, § 23, p. 79.

123 Article 53 inchangé de la directive 85/611/CEE.

Tableau synthétique des ratios applicables aux Opcvm coordonnés

	Valeurs mobilières et instruments du marché monétaire	Dérogations	Dépôts	Dérivés OTC	Risque cumulé sur une même entité ou groupe
Article 22 -1	5 %		20 %	5 % et 10 % si EC*	20 %
Article 22-2	10 % mais $\Sigma (5-10 \%) \leq 40 \%$				
Article 22-3		35 %			
Article 22-4		25 % mais $\Sigma (5-25 \%) \leq 80 \%$			
Article 22-5					35 %

* Établissement de crédit.