

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIERE
Responsable des
affaires juridiques
Barep
Groupe Société Générale

Directive Service d'investissement du 10 mai 1993. Proposition de modification du 19 novembre 2002. Conséquences sur la gestion collective. Société de gestion. OPCVM Notion de contrepartie éligible. Accès aux nouveaux marchés financiers.

Pour tenir compte des évolutions profondes et récentes des marchés financiers européens (on citera notamment la concurrence entre les principales Bourses ou l'apparition de nouveaux systèmes de négociation d'instruments financiers), la Commission européenne a publié le 19 novembre 2002 une proposition de directive devant remplacer l'actuelle directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (DSI)¹. Les gestionnaires d'OPCVM ne peuvent naturellement pas rester indifférents à cette initiative. Cette proposition de directive a des conséquences directes et importantes sur l'industrie de la gestion collective. Les sociétés de gestion figurent en effet parmi les plus importants intervenants sur les marchés financiers (de gré à gré ou réglementés). Toute modification structurelle des marchés emporte donc des répercussions immédiates sur les règles d'investissement des OPCVM. L'adoption en 1993 de la DSI avait consacré la notion de marché réglementé, qui constitue également une notion fondamentale et centrale dans la réglementation actuelle relative aux OPCVM, étant entendu que la directive OPCVM renvoie à la DSI s'agissant de la définition de ladite notion². Les interactions entre les deux corps de règles sont en conséquence très fortes. Par ailleurs, la DSI couvre, et ce, de manière concurrente à la

directive OPCVM 85/611/CEE, l'activité de gestion de portefeuille sur une base individuelle. Nous rappellerons brièvement, dans le cadre de cette chronique, les principales dispositions de cette proposition pouvant affecter à l'avenir l'activité des gestionnaires d'OPCVM. À ce stade, trois aspects de la proposition attirent l'attention.

Tout d'abord, une des innovations importantes, et remarquables, de la proposition de novembre 2002 est la création de la notion dite de « contrepartie éligible » (article 22 de la proposition). À cette qualité de contrepartie éligible, la proposition de directive attache deux conséquences majeures : d'une part, les contreparties éligibles ne bénéficient pas des règles protectrices applicables aux autres investisseurs (principe de « *best execution* » des ordres des clients³, règles de traitement des ordres des clients⁴, règles de conduite); d'autre part, une contrepartie éligible peut accéder directement aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation (article 39 de la proposition du 19 novembre 2002). Relèveraient automatiquement de ce nouveau statut, les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance ou tout autre intermédiaire financier agréé ou réglementé considéré comme tel en droit européen. Par ailleurs, il est prévu que « *les États membres peuvent aussi reconnaître comme contreparties éligibles les OPCVM et les sociétés de gestion* » (article 22-3 de la proposition de directive). Les États membres disposent donc d'une option s'agissant des sociétés de gestion et des OPCVM. Dans le domaine de la gestion d'actifs pour compte de tiers, ce nouveau statut soulève deux difficultés principales. Tout d'abord, sont considérées de droit, comme contreparties éligibles, les entreprises d'investissement. Or, en droit interne, il existe deux catégories de

1 Disponible sur le site <http://www.europa.eu.int>; Cf. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, Chronique de droit financier, Banque & Droit novembre-décembre 2002, p. 33; V. également le rapport annuel de l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) 2002, p. 17.

2 V. article 19 de la directive 85/611/CEE qui définit les placements autorisés des OPCVM coordonnés en faisant référence constamment à la notion de marché réglementé. V. « *La notion de marché réglementé au sens de la directive OPCVM* » Bull. mensuel Cob juillet-août 1998, n° 326, p. 53. En droit interne, la notion de marché réglementé constitue également une notion pivot (V. par exemple l'article L. 214-4 du Code monétaire et financier et le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989).

3 Aux termes de l'article 19-1 de la proposition de directive, les entreprises d'investissement veillent à ce que les ordres « *soient exécutés de telle sorte que les clients obtiennent le meilleur résultat possible en termes de prix, de coût, de rapidité et de probabilité de l'exécution, compte tenu de la*

date, du montant et de la nature des ordres et de toute instruction spécifique donnée par les clients ». Il est important que la notion de « *best execution* » soit harmonisée entre États membres, et ne soit pas définie par chaque entreprise d'investissement de manière contractuelle. À défaut, les petites sociétés de gestion pourraient se voir appliquer une notion de « *best execution* » vide de sens, définie dans un contrat-type de l'entreprise d'investissement et, partant, difficilement négociable. Ce risque devrait être limité dans la mesure où il revient aux États membres de s'assurer de la mise en place de procédures d'exécution d'ordres adéquates et il est également prévu que la Commission arrête des mesures permettant de cerner davantage la notion de « *best execution* ».

4 L'article 20 de la proposition oblige les entreprises d'investissement à édicter des dispositions permettant l'exécution rapide, équitable des ordres de leurs clients.

sociétés de gestion ⁵: les sociétés de gestion de portefeuille, au sens de l'article L. 532-9 du Code monétaire et financier, qui sont des entreprises d'investissement et donc, au regard de la proposition du 19 novembre 2002, des contreparties éligibles et les sociétés de gestion à objet exclusif, mentionnées à l'article L. 241-25 du Code monétaire et financier, qui ne sont pas des entreprises d'investissement. Ces dernières ne sont donc pas des contreparties éligibles de plein droit. Une telle distorsion de régime entre ces deux catégories de gestionnaires ne se justifie pas, ce qui d'ailleurs milite d'autant pour une harmonisation rapide des statuts des sociétés de gestion en France. Le projet de loi sur la Sécurité financière, dont l'adoption définitive par le Parlement est prévue pour juillet, s'y emploie ⁶.

Le second risque engendré par cette disposition est que des solutions divergentes soient retenues par les États membres, entraînant de la sorte une distorsion de concurrence. Des sociétés de gestion pourraient être amenées à faire du « *law shopping* », c'est-à-dire choisir de relever d'une réglementation reconnaissant ou non aux sociétés de gestion la qualité de contrepartie éligible, et ce, au vu de leurs propres intérêts. La profession a souligné ce danger et a manifesté son souhait que la notion de contrepartie éligible soit harmonisée dans tous les États membres, s'agissant des OPCVM et des sociétés de gestion. Néanmoins, il a été également souligné que de nombreuses sociétés de gestion ne disposent pas des moyens humains et techniques suffisants pour être membre d'un marché réglementé, qui est l'une des conséquences attachées au statut de contrepartie éligible. En effet, l'accès à un marché suppose du participant des moyens informatiques et logistiques coûteux. Face à ces contraintes pratiques, le recours par les OPCVM à un intermédiaire, membre d'un marché, s'avèrera bien souvent nécessaire. C'est pourquoi la profession a suggéré de laisser chaque société de gestion opter ou non pour le statut de contrepartie éligible. En fonction de ce choix, les règles protectrices prévues aux articles 18, 19, 20 de la proposition de directive auraient vocation ou non à s'appliquer.

Par ailleurs, la DSI, dans sa rédaction actuelle, et la directive OPCVM se chevauchent sur certains aspects relatifs à la gestion d'actifs et ne permettent pas en conséquence d'offrir, au niveau communautaire, un régime harmonisé à l'activité de gestion pour compte de tiers. Cette distorsion s'est récemment accentuée avec la dernière réforme de la directive OPCVM par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE, qui reconnaît dorénavant à la société de gestion la capacité d'exercer une activité de gestion de portefeuille sur une base individuelle ⁷. Jusqu'à cette réforme, cette dernière activité relevait de la seule DSI. Dans ces conditions, le statut juridique de la société

de gestion n'est pas homogène (notamment au regard des exigences de fonds propres, des règles de conduite à respecter...). C'est pourquoi les professionnels ont, à l'occasion de cette proposition de réforme de la DSI, souligné à nouveau l'importance d'isoler et d'unifier l'activité de gestion pour compte de tiers dans un seul texte.

Il est important enfin de souligner que la proposition du 19 novembre 2002 reconnaît expressément, à côté des marchés réglementés, de nouvelles formes de marché financier: les systèmes de négociation multilatérale (ou « MTF » pour « *Multilateral Trading Facilities* ») et les systèmes « d'internalisation » des ordres (c'est-à-dire, schématiquement, des systèmes permettant à des entreprises d'investissement d'exécuter les ordres de leurs clients en se portant contreparties) ⁸. S'agissant des MTF ⁹, la proposition de directive s'attache à soumettre ces plates-formes de négociation à un régime juridique proche de celui applicable aux marchés réglementés, en posant notamment des exigences de transparence pré-négociation et post-négociation ¹⁰. En conséquence, si cette proposition était adoptée ultérieurement, il conviendrait de définir les règles d'investissement des OPCVM sur ces nouveaux marchés, tant au niveau communautaire qu'au niveau interne. Cette proposition de directive devrait être discutée par le Parlement courant septembre 2003.

5 R. Roblot, « Les OPCVM », 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, Brochure ANSA n° 194, 2003, n° 11; I. Riasetto et M. Storck, OPCVM, Ed. July 2002, n° 360 et s.

6 Article 48 du projet de loi Sécurité financière, modifiant les articles L. 214-24 et 214-25 du Code monétaire et financier.

7 F. Bussière et E. Courant, « La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 », Banque & Droit, novembre-décembre 2002, p. 6 (1^{re} partie); Banque & Droit mai-juin 2003, p. 14 (2^e partie).

8 Cf. X. Tessier, « La réforme de la DSI: quelles structures pour les marchés financiers », Les entretiens de la Cob 2002, Bull. mensuel n° 373, novembre 2002, p. 51; du même auteur, « Les conditions d'un marché

efficient et intègre », Banque magazine n° 644, février 2003, p. 24; S. Bremond et O. Mitteleite, « La réforme annoncée de l'architecture des marchés financiers européens », l'Agefi du 22 janvier 2003.

9 Connus également sous leur appellation américaine d'*Electronic Communications Networks* (ou « ECN ») ou d'*Alternative Trading System* (ou « ATS »): V. J.-J. Daigre, « Les ATS », Mélanges AEDBF-France III, sous la dir. de H. de Vauplane et J.-J. Daigre, 2001, Banque Éditeur, p. 425.

10 V. article 27 et 28 de la proposition de directive. X. Tessier, « Les conditions d'un marché efficient et intègre », op. cit.; Ph. Goutay, « La fin du principe de concentration des ordres », Banque magazine n° 644, février 2003, p. 28.