

<p style="text-align: center;">Réponse de la Direction générale du Trésor et de la politique économique à la Commission européenne Sur les rapports des groupes d'experts sur les fonds d'investissement</p>

INTRODUCTION

La Direction générale du Trésor et de la politique économique accueille avec un très vif intérêt les propositions effectuées par les trois groupes d'experts de l'industrie et tient à remercier l'ensemble des participants pour la qualité du travail accompli. Ces travaux traduisent le dynamisme de l'industrie et sa volonté d'une ouverture plus grande du marché de la gestion d'actifs en Europe. Cette ouverture plus grande passe par une rationalisation des coûts, qui nécessite certains aménagements au cadre actuel, et par le décloisonnement des marchés des fonds non coordonnés.

Comme l'a rappelé le Commissaire européen Mc Creevy lors des *open hearings* du 19 juillet à Bruxelles, cette ouverture plus grande passe aussi par une clarification des règles de commercialisation. Au-delà des questions d'articulation entre les directives OPCVM et MIF, il serait souhaitable d'améliorer les conditions de concurrence entre les acteurs et entre les produits et de permettre des choix éclairés de la part des épargnants. Il s'agit bien évidemment d'un objectif de long terme, compte tenu de la diversité des processus de distribution de fonds en Europe, mais la Commission européenne devrait traiter cette question de manière prioritaire.

Nous regrettons également que le sujet des fonds immobiliers n'ait pas fait l'objet de travaux de groupes d'experts et souhaitons qu'ils ne soient pas oubliés dans le cadre de l'élaboration du livre blanc : les fonds immobiliers représentent en effet une part croissante de l'industrie dans de nombreux Etats-membres

Enfin, nous aurions souhaité que les groupes d'experts se prononcent sur la question de soumettre ou non la directive UCITS à la procédure Lamfalussy.

La présente réponse examinera cependant uniquement les différentes préconisations des groupes d'expert, notamment au regard de la nécessité d'établir un véritable marché intérieur des services de gestion collective tout en maintenant un niveau élevé de protection des investisseurs. La Direction générale du trésor et de la politique économique espère que cette réponse sera utile à la Commission pour l'élaboration de son livre blanc.

I. Recommandations du groupe d'experts « investment fund market efficiency »

De manière générale, la précision des recommandations formulées par ce groupe d'experts mérite d'être saluée. La plupart d'entre elles semblent pouvoir être mise en œuvre sans obstacle particulier, à des échéances plus ou moins rapprochées selon les cadres de régulation qui devront être mis en place.

Toutefois, certaines préconisations paraissent insuffisantes :

- le groupe d'expert recommande le remplacement du prospectus simplifié par un résumé du prospectus, suivant le modèle de la directive Prospectus. Si cette approche permet sans doute de simplifier le modèle actuel, elle ne garantit pas en revanche un niveau élevé d'information pour les épargnants. En effet, sans une approche réellement harmonisée quant aux informations essentielles à inclure dans le prospectus simplifié, les arbitrages réglementaires conduiront à un nivellement par le bas de l'information transmise à l'investisseur ;
- les recommandations relatives au passeport pour les sociétés de gestion sont très en deçà de l'objectif poursuivi : permettre la libre circulation effective des services de gestion collective en Europe, à l'instar de celle offerte par la directive MIF aux services de gestion de portefeuilles individuels. Seule la suppression de l'exigence d'établissement de la société de gestion dans le même Etat membre que le fonds permettrait d'atteindre les économies d'échelles recherchées. Bien entendu, cela n'est valable que si les régulateurs européens coopèrent de manière effective et si cela n'occasionne pas de contraintes excessives pour les sociétés de gestion ou une diminution de la protection des investisseurs. Pour cela, il sera probablement nécessaire que les régulateurs acceptent de se spécialiser en fonction des localisations respectives des différentes activités des sociétés de gestion en Europe.

I.1 Accélérer la mise sur le marché des OPCVM

Le groupe d'experts considère que le cadre actuel du prospectus simplifié et de la procédure de notification du passeport produit n'est pas adapté au regard des délais de mise sur le marché des produits et propose de se baser sur le canevas de la directive Prospectus.

Cette solution présenterait l'avantage de restaurer la compétitivité des OPCVM par rapport aux produits concurrents que sont les certificats ou les obligations structurées, qui relèvent de la directive Prospectus.

En revanche, la simplification du prospectus simplifié des OPCVM, objectif essentiel partagé par l'ensemble des parties prenantes, n'impose par le recours à un format résumé basé sur celui de la directive Prospectus, qui ne garantirait pas un bon niveau d'information des investisseurs du fait des arbitrages réglementaires qu'une telle approche ne manquerait pas d'occasionner. En tout état de cause, la démarche engagée par la

Commission européenne, au travers de l'organisation d'ateliers réunissant professionnels et régulateurs, doit être poursuivie. Il serait souhaitable qu'elle parvienne à un prospectus simplifié comportant un nombre fixe et limité de rubriques représentant les éléments essentiels d'information des investisseurs, avec une harmonisation des modalités de renseignement de ces rubriques, notamment les modalités de calcul des TER.

Le groupe d'experts considère également que l'examen des processus de commercialisation ne doit pas interférer avec la procédure de notification du passeport OPCVM, à l'instar de ce qui est prévu dans la directive Prospectus. Cependant, il est nécessaire de définir plus précisément ce qui doit relever de la commercialisation, en articulation avec la directive MIF, sans quoi l'objectif recherché ne sera pas atteint car les régulateurs continueront sans doute, malgré les recommandations CESR, à retarder ou refuser leur accord pour des raisons de divergences d'interprétation de la directive (les débats autour de la recommandation sur les actifs éligibles montrent que ces divergences subsisteront à l'avenir). Plus généralement, il conviendrait de mieux définir la latitude conférée aux Etats membres d'accueil, le critère « toute réglementation ou législation nationale ne relevant pas de la directive OPCVM » étant trop large et incompatible avec une réelle liberté de circulation des produits.

Enfin, le groupe d'experts préconise l'instauration d'un délai maximum d'agrément d'OPCVM de 20 jours, ce qui correspond au délai de visa de la directive Prospectus. Ce délai est proche des délais moyens généralement observés actuellement et semble donc raisonnable.

I.2 Faciliter les fusions de fonds

Les propositions formulées par le groupe d'experts sur les fusions de fonds sont très précises et attachent en particulier une grande importance à la protection des investisseurs. Elles doivent être soutenues et mises en œuvre le plus rapidement possible, ce qui suppose une modification de la directive OPCVM. En outre, la France est favorable à la mise en route d'une directive sur la taxation des fusions de fonds, sur la base de la directive 90/434/CE relative au régime fiscal des fusions, afin de prévoir une neutralité fiscale pour les fusions de fonds quelles que soient leurs formes juridiques respectives.

I.3 Permettre les techniques de « pooling »

Les différentes préconisations effectuées par le groupe d'experts visent à mettre en place plusieurs techniques de pooling. Ces techniques doivent assurer la ségrégation des actifs, l'égalité des porteurs et la diversification des risques.

« Designated Commingly Structure »

Cette proposition, de type master-feeder, doit être retenue à travers une modification de la directive. Il serait sans doute plus simple à court terme que les DUCOF ne puissent investir que dans un seul DUCIF (maître-nourricier).

En effet, l'investissement dans plusieurs DUCIF, s'il présente l'avantage de permettre, un peu à l'instar du pooling virtuel, l'investissement dans plusieurs poches de gestion avec des objectifs de gestion différents, ne peut être mis en œuvre que si des principes de diversification des risques sont établis entre les différents DUCIF : en effet, si chaque DUCIF, en tant que fond conforme à la directive OPCVM, respecte les règles de diversification des risques de la directive, l'investisseur dans les DUCOF peut du fait de la combinaison se trouver exposé sur certains actifs au-delà des ratios de diversification des risques de la directive. Certes, la directive OPCVM n'impose, pour les fonds de fonds, aucune exigence de diversification par transparence, mais elle assure une diversification au niveau des fonds, ce qui n'est pas le cas en l'espèce dans la proposition du groupe d'expert. Par ailleurs, les structures « n to N » présentent une complexité qui peut être difficilement appréhendable pour des investisseurs de détail. On pourrait envisager, tout au moins dans un premier temps, que ces structures soient destinées uniquement à des investisseurs qualifiés, tandis que les structures plus simples DUCOF dans un seul DUCIF lui-même conforme à la directive OPCVM seraient accessibles à tous.

Nous approuvons la demande du groupe d'experts qui préconise que les DUCOF puissent investir une partie de leur actif directement dans des valeurs mobilières ou des fonds d'investissement, en appliquant à cette poche de gestion les règles de la directive OPCVM.

En termes de ségrégation des actifs, les structures DUCIF/DUCOF présentent un intérêt indéniable en comparaison avec le « virtual pooling », dans la mesure où la répartition des ordres entre les différentes poches de gestion est fixée juridiquement.

Enfin, du point de vue de la régulation, ces propositions ne devraient pas poser de problème particulier, dans la mesure où chacun des fonds est conforme à la directive OPCVM.

« Virtual pooling »

Le rapport du groupe d'expert estime que ces techniques semblent pouvoir être mises en œuvre sans modification de la directive OPCVM. Une analyse juridique plus exhaustive serait cependant nécessaire à cet égard, qui conduirait peut-être à distinguer entre diverses méthodes de « virtual pooling ». Ces techniques, en tout état de cause, soulèvent des questions importantes en matière de ségrégation et de conservation des actifs et de gestion des risques opérationnels liés à l'affectation des ordres et des engagements entre les différents fonds.

I.4 Faire fonctionner le passeport société de gestion

Parmi les mesures proposées dans le livre vert de la Commission européenne, c'est sans doute celle qui correspond le mieux aux objectifs de la politique européenne et à la mission officielle de la Commission européenne en matière de services financiers : assurer une libre circulation des services de gestion collective en Europe au sein d'un Marché unique. Dans la mesure où ceux-ci sont de toute façon déjà largement internationalisés, il

est contre-productif de maintenir des barrières artificielles qui n'assurent aucunement une meilleure protection des investisseurs. Du point de vue législatif, la mise en œuvre est rapide : il suffit de modifier l'article 3 de la directive afin de supprimer l'exigence que la société de gestion soit établie dans le même Etat-membre que le fonds, en cohérence avec l'article 6 de la directive.

Mais une telle mesure est aussi, par voie de conséquence, celle qui rencontre le plus de résistances, non seulement de la part de certains régulateurs, parce qu'un véritable passeport société de gestion implique un renforcement de la coopération entre superviseurs dont les approches sont différentes en matière de régulation des acteurs, mais aussi de la part d'une petite minorité des professionnels européens, puisque le cadre actuel permet de conserver un certain protectionnisme. C'est ce qui explique sans doute que le sous-groupe d'experts en charge de ce sujet spécifique n'a pas voulu effectuer de propositions concrètes, se contentant de faire état, selon des modalités peu explicites, des différentes positions de l'industrie, sans essayer de répondre aux problématiques d'une société de gestion établie dans un autre Etat membre que l'OPCVM. Le groupe d'experts laisse en effet le soin à la Commission européenne de produire ce travail.

Les différents arguments justifiant l'importance de cette mesure ont déjà été largement développés dans le livre vert et dans les réponses à ce livre vert. Les surcoûts occasionnés par l'absence d'un réel passeport société de gestion à l'heure actuelle sont très significatifs, mais surtout l'obligation d'implantation d'une société de gestion dans le pays de domiciliation du fonds exclut du marché unique européen les fonds gérés par des sociétés de gestion de taille petite ou moyenne, qui sont pourtant les garantes du maintien d'une concurrence importante dans le secteur et favorisent le développement de l'innovation financière, au profit des investisseurs.

L'organisation de la supervision est bien entendu un élément clef à prendre en compte. Mais, du point de vue de la protection des investisseurs, la situation actuelle (délégations de gestion) n'est pas suffisamment transparente, les investisseurs ne pouvant se tourner en cas de problème sur le véritable gestionnaire des actifs. De même, elle contribue au fait que l'organisation de la supervision des acteurs en Europe n'est pas efficiente, puisqu'elle n'est pas organisée en fonction de la localisation de ces acteurs mais en fonction de la localisation des fonds. De ce fait, la coopération entre superviseurs en matière de régulation des acteurs est faible et, puisque la régulation des produits nécessite une certaine visibilité sur la régulation des acteurs, on peut en déduire que la régulation des produits en pâtit également. Certains régulateurs objecteront que le passeport société de gestion pose des problèmes en termes de responsabilité de la sanction : avec une société de gestion dans le même Etat membre que l'OPCVM, en cas de difficulté par rapport à l'OPCVM, les investisseurs et le régulateur peuvent se retourner sur la société de gestion, ce qui ne serait plus possible en cas de société de gestion dans un autre Etat membre. Cette difficulté peut être aisément réglée : elle l'est pour la plupart des autres services financiers. Ainsi, la directive MIF prévoit, au-delà des mécanismes de coopération dans le cadre des agréments, des contrôles et des enquêtes, des mesures conservatoires pour l'Etat membre d'accueil. La directive OPCVM pourrait donc être aménagée en ce sens. Loin de poser des problèmes de régulation, le passeport société de gestion

permettrait au contraire un renforcement du dialogue entre régulateurs qui s'avère de plus en plus nécessaire.

Enfin, l'exigence d'établissement du dépositaire dans le même Etat membre que l'OPCVM apparaît comme une protection suffisante.

S'agissant des sociétés de gestion localisées dans des Etats tiers, il conviendra de maintenir l'exigence de succursales locales dans chaque Etat membre de domiciliation des OPCVM. En effet, d'une part, les régulateurs européens ne peuvent coopérer efficacement dans la mesure où la gestion financière est hors d'Europe, et, d'autre part, aucune coopération n'existe à ce jour avec le régulateur américain. En l'absence de réciprocité, il semble donc inopportun de prévoir un tel mécanisme de passeport pour les sociétés de gestion d'Etats tiers.

I.5 Plus de libertés pour les dépositaires

Les différences d'approches entre Etats membres en matière de fonctions et de régulation des dépositaires sont beaucoup plus significatives que dans le cas des sociétés de gestion. De ce fait, le groupe d'expert propose une approche réaliste qu'il convient de soutenir : dans un premier temps, permettre la délégation par le dépositaire de la conservation à des sous-conservateurs établis dans d'autres Etats membres et, dans un deuxième temps, rechercher une harmonisation des fonctions, préalable à un éventuel passeport. Sur le premier point, il est important de considérer que les sous-conservateurs peuvent être établis partout dans le Monde. Toute restriction du périmètre à l'Europe serait contre-productive.

II. Recommandations du groupe d'experts sur la gestion alternative

Le rapport du groupe d'experts est d'une qualité remarquable s'agissant de l'explicitation du fonctionnement de l'industrie de la gestion alternative et de ses apports au financement de l'économie et au bon fonctionnement des marchés financiers. Cet éclairage est fort utile pour les régulateurs et les pouvoirs publics à l'heure où ceux-ci s'inquiètent du manque de transparence de la gestion alternative. En revanche, certaines propositions méritent d'être remises en perspective.

Les travaux de ce groupe d'expert reflètent l'existence de deux pans de l'industrie avec des motivations distinctes :

- d'un côté, les acteurs anglo-saxons, qui gèrent l'essentiel des actifs en Europe, sont soumis à une régulation minimale mais distribuent leurs fonds principalement à des investisseurs qualifiés qui effectuent leurs propres « due-diligence » ;
- de l'autre, les acteurs continentaux sont soumis à des régulations graduées en fonction de la destination de leurs fonds : régulation légère comparable à celle de la FSA pour les fonds destinés aux investisseurs qualifiés, agrément des fonds destinés à des investisseurs retails disposant d'une surface financière suffisante

(« affluent retail »), pour la multigestion alternative (fonds de fonds alternatifs) et pour la gestion alternative en direct domiciliée 'on-shore'. En outre, certains institutionnels sont demandeurs d'une telle régulation afin de pouvoir accéder à ces investissements via un cadre réglementaire européen qui permet de sécuriser ces investissements en imposant notamment un agrément et une supervision des acteurs de la chaîne de valeur.

A ce titre la proposition du groupe de travail visant à offrir un libre accès aux fonds alternatifs dès lors que l'investisseur investit plus de 50 000 €, sous réserve du respect des obligations liées à la directive MIF, paraît trop élevée pour la multigestion alternative régulée voire pour des fonds alternatifs agréés, qui existent dans de nombreux pays continentaux comme le montre l'annexe du rapport d'experts.

Parmi les pistes intéressantes proposées par le groupe d'experts, la recommandation visant à permettre une distribution élargie – à des investisseurs non qualifiés et sur une base transfrontière - des fonds de fonds de gestion alternative apparaît comme la plus prometteuse à court terme. L'annexe 1 du rapport du groupe d'experts démontre en effet que ce type de fonds est d'ores et déjà vendu – ou pourrait bientôt l'être dans certains pays de l'Union - aux investisseurs individuels avec des restrictions d'accès qui sont réduites.

Les débats au sein de CESR concernant l'éligibilité à l'actif des fonds UCITS III de dérivés sur indices de hedge funds montrent que la frontière entre les fonds de fonds alternatifs et les fonds UCITS est tenue, même si la recommandation 3 du rapport reflète que certains indices de hedge funds ne sont pas encore considérés comme suffisamment représentatifs. A cela s'ajoute le fait que les produits concurrents se développent très fortement en utilisant le cadre offert par la directive Prospectus et que les investisseurs se retrouvent exposés au final à la gestion alternative au travers des fonds de pension ou les contrats d'assurance-vie en unité de compte. De ce fait, il serait souhaitable a minima de prévoir la mise en place d'un passeport pour les fonds de multigestion alternative. Ce passeport multigestion alternative serait bien distinct du label UCITS III. En termes de mise en œuvre, il suffirait de se baser sur les règles applicables aux fonds de fonds prévues dans la directive OPCVM, en imposant en sus des règles d'éligibilité des fonds alternatifs sous-jacents. La mise en place d'un passeport pour la gestion alternative directe pourrait également être envisagée.

Au lieu d'une approche par voie de reconnaissance mutuelle qui n'a jamais fait ses preuves dans l'Union jusqu'à présent, il s'agirait notamment de créer un régime européen de fonds alternatifs « on-shore » et de fonds de fonds de gestion alternative dont le régime juridique serait fondé sur une régulation acteur appropriée et sur un ensemble de diligences minimales à effectuer par le gérant du fonds de fonds dans le but d'assurer un niveau de sécurité optimal pour l'investisseur individuel.

Il est à noter que le SC5 de l'OICV est sur le point d'engager un tel travail sur les fonds de fonds dans le prolongement de la publication (mars 2006) pour consultation publique de son rapport intitulé "The Regulatory Environment for Hedge Funds - A Survey and Comparison, Report of the Technical Committee of IOSCO" (mars 2006).

Cet engagement traduit bien la volonté partagée des régulateurs membres du SC5 de s'attaquer à un sujet devenu pour eux une préoccupation majeure et urgente.

Parmi les autres recommandations intéressantes du rapport, la recommandation 5 rend opportunément bien compte des restrictions liées aux réglementations s'imposant aux investisseurs institutionnels¹. Ces dernières auraient pour conséquence de freiner le développement de l'industrie de la gestion alternative. Il apparaît en effet que les régulateurs en valeurs mobilières et les réglementations qu'ils font appliquer ne sont en effet pas les seuls concernés par le sujet de la gestion alternative et de son développement. Son développement est aussi du ressort des autres régulateurs pruden­tiels (banque et assurance)². Les barrières les plus critiquables pourraient être utilement discutées au sein du 3L3 si elles sont d'ordre européen ou avec les autorités prudentielles au sein de chaque pays si elles sont d'ordre national.

En revanche, les considérations sur le rôle joué par le dépositaire et sur l'exigence de sa localisation dans le pays du fonds (recommandation 8), tout comme les critiques sur le régime de responsabilité juridique des conservateurs d'actifs détenus par des fonds de gestion alternative (recommandation 9) méritent une réflexion approfondie. En tout état de cause, ces recommandations ne devraient pouvoir être étudiées au niveau européen qu'en cas de mise en œuvre d'un cadre harmonisé pour la gestion alternative directe, même si, sans le cadre des recommandations effectuées sur le passeport dépositaire, la question de la responsabilité des dépositaires vis-à-vis de la conservation des actifs devra être posée.

La recommandation n°11 évoque le mandat de l'OICV visant à établir des standards dans les domaines de la valorisation et de l'administration des actifs des fonds de gestion alternative. Elle recommande que le sujet soit évoqué au sein de cette instance selon un processus de coopération étroite avec l'industrie. Si les Autorités françaises s'accordent avec cette orientation, l'AMF participant activement à ce travail, il n'en demeure pas moins que cette recommandation ne clôt pas le sujet du contrôle de leur respect des futurs standards. Les autorités européennes auront vraisemblablement à s'intéresser au respect par les hedge funds – sur une base volontaire – de ses principes en fournissant peut-être un cadre d'incitation à l'application de ces principes par les fonds de gestion alternative. Le contrôle du suivi respect des principes OICV sur les agences de notation, qui a été relayé par un travail de surveillance des autorités européennes (Commission européenne³ et CESR) pourrait constituer un cadre pertinent pour le futur suivi des bonnes pratiques OICV en matière de valorisation des hedge funds.

III. Recommandations du groupe d'experts sur le capital investissement

Le rapport de ce groupe d'experts, à l'instar de celui sur la gestion alternative, est également d'une qualité remarquable sur les aspects économiques. On pourra regretter toutefois un manque d'équilibre dans la description respective des différents véhicules d'investissement existants en Europe, compte tenu de leurs poids respectifs. Les produits

¹ Cf. 3.4 "Regulatory restrictions on the buy side" du rapport du groupe d'experts.

² Cf. recommandation 6 du groupe d'experts.

³ Communication de la DG Marché Intérieur du 9 janvier 2006.

continentaux (tels que le FCPR en France notamment) sont extrêmement performants mais ne semblent pas avoir été pris en compte dans la rédaction du rapport. Concernant les propositions, la Direction générale du Trésor et de la politique économique est favorable à la mise en place d'un régime de placement privé et à l'instauration de dispositifs de transparence fiscale, qui imposent donc de lancer dès maintenant des modifications législatives au niveau européen. En outre, il est nécessaire d'envisager dès maintenant un cadre réglementaire européen approprié pour les fonds de private equity destinés à une distribution plus large qu'aux seuls investisseurs institutionnels.