

INDEX

Introduction	3
I - Nouvelles stratégies de développement et de rationalisation de l'activité	9
A. L'apparition de nouveaux outils de commercialisation des OPCVM	9
(1) Document d'informations clés pour l'investisseur	9
(2) Procédure de notification simplifiée	12
B. Mise en place de structures transfrontalières rationalisées	15
(1) Le passeport des sociétés de gestion	16
(2) Les fusions transfrontalières d'OPCVM.....	18
(3) Les structures maître-nourricier	21
II - Nouveau cadre réglementaire de gestion des risques	25
A. Un encadrement renforcé de l'activité des sociétés de gestion	25
(1) Une coopération améliorée entre les régulateurs	26
(2) L'uniformisation du régime des sanctions applicables	28
(3) L'uniformisation des règles encadrant la rémunération des sociétés de gestion.....	29
B. Le nouveau régime de l'activité des dépositaires	32
(1) La mission de contrôle des dépositaires	32
(2) Le nouveau régime de responsabilité du dépositaire en cas de perte des actifs.....	34

Introduction

« Les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) sont des fonds d'investissement établis et autorisés conformément aux exigences de la directive 85/611/CEE. Cette directive prévoit des exigences communes pour l'organisation, la gestion et la surveillance des fonds. Elle impose des règles relatives à la diversification et à la liquidité des fonds, ainsi qu'à l'utilisation de l'effet de levier. La directive OPCVM dresse la liste des actifs dans lesquels les fonds peuvent investir. Une fois autorisé, un fonds OPCVM peut être commercialisé auprès du grand public dans toute l'Union européenne moyennant notification dans tous les États membres où il est vendu ». C'est ainsi que la Commission Européenne a défini les Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (les « **OPCVM** ») dans son Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement.¹

Les OPCVM sont donc des véhicules d'investissement (organismes) spécialement constitués dans le but de collecter des fonds, directement ou par l'intermédiaire d'organismes de collecte, auprès d'un public d'investisseurs non professionnels afin de les investir (placements collectifs) dans un portefeuille diversifié d'instruments financiers (valeurs mobilières, telles que les monnaies, les actions ou les obligations).

En France le terme OPCVM recouvre deux types d'entités : les Fonds Communs de Placement (les « **FCP** ») et les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (les « **SICAV** »). Les FCP n'ont pas la personnalité juridique. Ils sont représentés et gérés par une société de gestion unique. Ils émettent des parts. Les investisseurs sont seulement membres d'une « copropriété de valeurs mobilières »² et n'ont donc pas de droit de vote. Il existe plusieurs sortes de FCP parmi lesquels figurent par exemple les FCP d'entreprise, les FCP d'innovation ou les FCP à risque.

Les SICAV sont des sociétés anonymes qui émettent des actions. Les actionnaires peuvent donc participer aux assemblées générales. Une SICAV peut assurer sa propre gestion ou confier celle-ci à une société de gestion.

Les OPCVM sont soumis à des règles strictes de diversification de leurs investissements afin de réduire le risque induit pour l'épargne de leurs investisseurs de détails³.

¹ Livre Blanc de la Commission, du 15 novembre 2006, sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement

² Glossaire de l'épargne, AMF

³ Articles 49 à 57 de la Directive 2009/65/EC

Relations entre les OPCVM et leurs prestataires de services d'investissement

Les OPCVM sont un élément de l'infrastructure des marchés financiers et sont donc en relation directe avec un certain nombre d'autres acteurs dont notamment les Prestataires de Services d'Investissement (ci-après les « **PSI** ») tels que définis par l'article L.531-1 du Code Monétaire et Financier. Ainsi dans le cadre de son activité un OPCVM est, entre autres, amené à traiter avec deux principaux PSI : sa société de gestion et un dépositaire.

Dans le cadre de la gestion collective la société de gestion, le plus souvent une filiale d'une banque ou d'un assureur, a pour mission, soit directement (pour les FCP) soit par délégation (pour les SICAV), d'assurer la gestion d'OPCVM pour le compte de leurs investisseurs finaux. Ceci implique notamment d'effectuer toutes les actions nécessaires au respect de la stratégie d'investissement telle qu'elle a été commercialisée auprès des investisseurs et telle qu'elle est établie dans le prospectus de l'OPCVM.

Le dépositaire est un établissement chargé de conserver dans ses comptes les actifs des OPCVM ainsi que d'assurer les opérations de règlement-livraison avec le dépositaire central. Le dépositaire a ainsi une vue d'ensemble sur les transactions traitées par chaque OPCVM client.

Historique des directives OPCVM

Bien qu'il exista déjà dans certains états membres tels que la France ou le Luxembourg, le terme OPCVM a été introduit pour la première fois dans le droit européen par la Directive 85/611/CEE du Conseil de la Communauté Economique Européenne⁴ du 20 décembre 1985 (la « **Directive OPCVM** »). L'objectif affiché de ce « dinosaure de la préhistoire de la régulation financière »⁵ était alors d'harmoniser l'environnement juridique européen afin de rétablir les conditions de concurrence et d'assurer une « protection équivalente des participants »⁶. La Directive OPCVM encadre donc la création, la gestion et la commercialisation des OPCVM dits « coordonnés » (les OPCVM qui sont soumis à la Directive OPCVM)⁷, permettant ainsi aux investisseurs particuliers ou professionnels de réaliser leurs opérations d'investissement au sein de l'Union sans avoir à redouter le risque juridique ou les coûts liés à la disparité des réglementations locales.

⁴ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières

⁵ Price Waterhouse Coopers, Historique et contexte de la directive OPCVM

⁶ Premier paragraphe des considérants de la Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985

⁷ Ci-après la référence au terme OPCVM signifiera OPCVM coordonné

Elle définit les OPCVM au sens communautaire comme des organismes « dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeur mobilières de capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de répartition des risques »⁸. Elle détermine également quels sont les OPCVM assujettis (OPCVM coordonnés) en excluant simplement les OPCVM fermés, ceux qui ne promeuvent pas la vente de leurs parts ou actions au sein de la Communauté, ceux qui réservent leurs parts à des investisseurs de pays tiers ainsi qu'un certain nombre de fonds dont les catégories sont déterminées par la réglementation de l'Etat membre⁹.

Ainsi la Directive OPCVM a un régime inclusif et toutes les catégories de fonds qui sont explicitement exclues sont alors qualifiées de fonds alternatifs.

La Directive a unifié les règles encadrant la structure des OPCVM, leurs politiques d'investissement, l'information à communiquer aux participants (notamment par l'établissement du prospectus), les règles de commercialisation au sein de l'ensemble de la Communauté et enfin les dispositifs de contrôle.

Grâce à ce cadre uniformisé la Directive OPCVM a donc ouverte la possibilité pour des investisseurs particuliers, non familiers des produits et des marchés financiers, d'investir dans des fonds établis dans n'importe quel Etat membre dont la stratégie est clairement définie et accessible aux non professionnels. Cette forme d'appel public à l'épargne a permis de considérablement augmenter la somme des actifs sous gestion par la captation d'un grand nombre d'investisseurs faisant preuve d'aversion au risque ou étant tout simplement mal informés ainsi que par la réduction des coûts pour l'investisseur par le jeu de la concurrence.

Dans son rapport d'activité 2011-2012¹⁰ l'Association Française de Gestion (ci-après l'« AFG ») indique qu'un cinquième des avoirs financiers des ménages est investi directement ou indirectement dans des OPCVM. En tout, la somme des actifs sous gestion des OPCVM français représenterait près de 1200 milliards d'euros, soit plus de la moitié du PIB de la France. Plus largement, en Union Européenne, les OPCVM coordonnés représentent 77% des fonds d'investissement et cumulent près de 6300 milliards d'euros d'actifs sous gestion (cf. Annexe 4), ce qui représente un montant presque 2,4 fois supérieur à celui des actifs gérés par des fonds non OPCVM (cf. Annexe 4 bis). Si l'acronyme est donc entré dans le vocabulaire commun du secteur financier c'est parce que c'est aujourd'hui un outil vital à l'économie de la région Europe.

⁸ Article Premier Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985

⁹ Article 2 Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985

¹⁰ Rapport d'activité 2012, AFG

Les fonds assujettis à la Directive OPCVM, fonds dits coordonnés, ont très vite connu un large succès¹¹ au sein de la Communauté mais également à l'étranger, leur cadre juridique représentant pour beaucoup un véritable gage de stabilité. OPCVM est devenu un label aux yeux des investisseurs du monde entier¹².

Au début des années 90, la Commission lance un chantier de réforme de la directive mais ne trouve pas de consensus. OPCVM II ne verra pas le jour.

Peut-être galvanisée par les premiers succès la Commission continue son travail pour aboutir en 2000 à la proposition de deux directives modificatrices. La directive « produits »¹³ élargit le périmètre des actifs éligibles à l'investissement par des fonds coordonnés (inclut désormais les instruments de marchés monétaires, parts d'autres OPC, produits négociés de gré à gré etc.). La directive « sociétés de gestion »¹⁴ renforce les règles d'organisation des sociétés de gestion et leur confère un passeport pour s'établir dans les autres états membres. Soucieuse de l'accès du public à ces produits d'investissement, la Commission a également introduit un nouveau document d'information, le prospectus simplifié, permettant de rendre accessible au plus grand nombre l'information nécessaire à la décision d'investissement. Adoptées en janvier 2002 les deux directives donnent naissance au volet trois de la Directive OPCVM (OPCVM III).

Cet assouplissement du cadre juridique est malheureusement venu se heurter aux événements de la seconde moitié des années 2000 ayant bouleversé le monde de la finance. La crise des subprimes et la chute de Lehman Brothers ont directement impactés les résultats des OPCVM européens¹⁵ (cf. Annexe 4 bis), remettant également en cause la solidité et l'intérêt du label. C'est à cette époque là que la Commission, emmenée par Charlie McCreevy, alors chargé du marché intérieur et des services au sein de la Commission, a commencé à promouvoir la mise en place d'un nouveau volet de la directive OPCVM, précisément afin de l'adapter à l'évolution des pratiques de marché.

OPCVM IV

¹¹ Livre Blanc de la Commission, du 15 novembre 2006, sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement

¹² Une réglementation rénovée : les directives UCITS, étude par Stéphane PUEL et Emilie ROGEY, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2011, étude 7

¹³ Directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les placements des OPCVM

¹⁴ Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés

¹⁵ Le montant des actifs sous gestion a chuté de 23% entre 2007 et 2008

Le 15 novembre 2006 la Commission Européenne a publié un Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement dans lequel elle expose son projet de refonte de la Directive OPCVM. L'objectif est de rendre le cadre juridique plus efficace afin de « relever le défi de la concurrence mondiale », de réduire les coûts par la rationalisation du marché des OPCVM et de permettre à l'utilisateur final d'avoir plus de lisibilité et d'être mieux protégé. Dans ce Livre Blanc la Commission propose ainsi de favoriser le regroupement d'actifs, faciliter la commercialisation transfrontalière des OPCVM, renforcer la coopération prudentielle entre les états membres et rendre plus accessible l'information communiquée par les fonds.

Le 13 juillet 2009, à peine douze mois après le dépôt de la proposition par la Commission et deux ans et demi après la publication du Livre Blanc, le parlement européen a adoptée la Directive 2009/65/EC portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières¹⁶ (ci-après la « **Directive OPCVM IV** ») et remplaçant la Directive OPCVM de 1985. En conformité avec les objectifs annoncés la Directive OPCVM IV a introduit six innovations majeures : un passeport européen pour les sociétés de gestion d'OPCVM, la possibilité de fusionner des OPCVM transfrontalier, l'autorisation des structures maître-nourricier, le remplacement du prospectus simplifié par un document d'informations clés pour l'investisseur (ci-après « **DICI** »), la mise en place d'une procédure simplifiée de notification lors la commercialisation d'un OPCVM dans un autre état membre et enfin des règles de coopération renforcées entre les régulateur nationaux¹⁷.

Suivant le processus Lamfalussy¹⁸ la Directive OPCVM IV a été complétée par deux directives introduisant de mesures d'exécution¹⁹ et deux règlements de mise en œuvre²⁰ (mesures de niveau 2). Extrêmement détaillée, la Directive OPCVM IV laisse peut de marge de manœuvre aux états membres lors de la transposition. En France la Directive OPCVM IV a presque été transposée telle qu'elle par l'ordonnance n°2011-915 du 1er août 2011.

¹⁶ Les OPCVM coordonnés

¹⁷ Toutes ces innovations sont détaillées ci-après

¹⁸ Processus en quatre étape : 1) élaboration de la directive, 2) élaboration des mesures d'exécution, 3) coopération des régulateurs, 4) contrôle du respect des dispositions

¹⁹ Directive 2010/42/UE et Directive 2010/43/UE de la Commission du 1er juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil

²⁰ Règlement (UE) no 584/2010 et Règlement (UE) no 583/2010 de la Commission du 1er juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil

Mais à l'époque même où la Commission travaillait à rendre le marché des OPCVM plus attractif, plus accessible et mieux rationalisé, l'affaire Bernard Madoff, au cours de laquelle beaucoup d'investisseur en OPCVM ont perdu leur épargne, est venue rappeler l'importance de sécuriser l'environnement d'investissement.

OPCVM V

La commission a donc précipitamment entamés les travaux de préparation d'un projet d'amendement de la directive OPCVM IV visant à assurer une meilleur protection de l'investisseur final.

Le 3 juillet 2012 elle a adopté une proposition de directive visant à amender la Directive OPCVM IV²¹ afin de mieux définir la mission et la responsabilité des dépositaires, à encadrer la rémunération des sociétés de gestion et redéfinir le régime de sanctions (ci-après la « **Directive OPCVM V** »).

La Directive OPCVM V n'en est encore aujourd'hui qu'à l'étape du projet mais elle devrait très vraisemblablement être adoptée au cours du quatrième trimestre 2013²² puis suivre le processus Lamfalussy.

OPCVM V va dès lors former avec OPCVM IV et ses directives et règlements d'application un bloc de réglementation s'analysant comme une refonte générale de l'environnement juridique encadrant la gestion des OPCVM (ci après la « **Refonte de la Directive OPCVM** ») dont l'objectif principal est de créer un environnement plus rentable et plus rationalisé tout en renforçant la protection des investisseurs de détail.

Les sociétés de gestion sont désormais contraintes de s'adapter rapidement et drastiquement à cet important bouleversement et, bien que la commission les ait à chaque fois consultés²³, les praticiens se demandent quelles conséquences concrètes les directives OPCVM IV et OPCVM V vont avoir sur la gestion des OPCVM en Europe. Quels sont les impacts juridiques et stratégiques des directives OPCVM IV et OPCVM V sur la gestion de fonds OPCVM coordonnés en Europe ?

²¹ Proposition de directive visant à amender la Directive 2009/65/EC par rapport aux fonctions de dépositaire, aux pratiques de rémunération et au régime de sanctions par rapport aux fonctions de dépositaire, aux pratiques de rémunération et au régime de sanctions.

²² <http://www.sg-securities-services.com/fr/veille-reglementaire/panorama-reglementaire-2013/ucits/#1>

²³ Consultation publique sur de possibles modifications à la Directive OPCVM, 7 septembre 2007

La Refonte de la Directive OPCVM représente une formidable opportunité pour les sociétés de gestion qui vont pouvoir mettre en place de nouvelles stratégies de développement et de rationalisation de leur activité (I) grâce à l'apparition de nouveaux outils de commercialisation des OPCVM (A) et à la mise en place de structures transfrontalières rationalisées (B). Cependant cette refonte risque également d'impacter la performance des OPCVM en imposant un nouveau cadre réglementaire de gestion des risques (II) que ce soit par un encadrement renforcé de l'activité des sociétés de gestion (A) ou par le biais du nouveau régime de responsabilité des dépositaires (B).

I - Nouvelles stratégies de développement et de rationalisation de l'activité

La Directive OPCVM IV a ouvertes de nouvelles opportunités stratégiques pour les gestionnaires d'OPCVM. Elle a ainsi permis l'apparition de nouveaux outils de commercialisation des OPCVM (A) et la mise en place de structures transfrontalières rationalisées (B).

A. L'apparition de nouveaux outils de commercialisation des OPCVM

Parmi les six grandes innovation de la Directive OPCVM IV, deux vont directement ou indirectement permettre aux sociétés de gestion d'élargir leur champ de commercialisation de produits OPCVM : le document d'informations clés pour l'investisseur (1) et la procédure de notification simplifiée (2).

(1) Document d'informations clés pour l'investisseur

Un des objectifs de la Directive OPCVM de 1985 était de permettre aux clients non professionnels de pouvoir investir leur épargne dans un produit financier qui leur serait accessible techniquement. Ainsi fallait-il garantir un accès à des informations compréhensibles et pertinentes au regard du produit et de la clientèle visée. La Directive a donc imposé aux OPCVM de rédiger un document compilant l'ensemble des informations les concernant (description détaillée de la stratégie d'investissement, des objectifs, des coûts, de

la structure etc.), appelé « prospectus ». Prenant en considération la trop grande technicité de ce prospectus (faisant la plupart du temps plus de cent pages dans un jargon inaccessible aux investisseurs non professionnels) les rédacteurs de la Directive OPCVM III ont introduit l'obligation pour les OPCVM de rédiger un document supplémentaire, le prospectus simplifié, devant résumer de manière claire et accessible les éléments présents dans le prospectus. De l'avis des praticiens ce concept de prospectus simplifié apparaît comme l'un des grands échecs de la précédente version de la Directive OPCVM, notamment en ce qu'il « n'a pu s'imposer comme un document d'aide à la prise de décisions pour l'investisseur moyen »²⁴. En effet, non seulement le prospectus simplifié restait extrêmement technique (toujours plusieurs dizaines de pages dans un jargon financier) mais il souffrait aussi d'un manque d'harmonisation entre les Etats Membres. La Directive n'avait prévue qu'une harmonisation minimale du prospectus simplifié, ce qui a conduit à une diversité dans la présentation et le contenu des prospectus simplifiés qui ne permettait pas aux investisseurs de comparer entre les différents OPCVM proposés.

Suivant les recommandations du Livre Blanc de 2006 la Commission et le Parlement ont donc remédié à cet échec en remplaçant le prospectus simplifié par le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (ci-après le « **DICI** ») (en anglais *Key Investor Information – KID*) soumis aux articles 78 à 82 de la Directive OPCVM IV.

Le DICI est un document de deux pages format A4²⁵ qui doit présenter de manière claire et compréhensible les informations essentielles lors de la décision d'investissement par un investisseur non professionnel. Le paragraphe 5 de l'Article 78 de la Directive précise ainsi que le DICI est rédigé « de manière concise dans un langage non technique ».

Il ne s'agit pas d'un document promotionnel ni d'un simple résumé du prospectus mais plus d'une vulgarisation du produit qui pourrait s'apparenter par exemple à la technique de l'« executive summary » intégré au début d'une note interne technique destinée aux opérationnels d'une entreprise. Comme Michel Storck le souligne²⁶, le DICI « ne relate que les informations essentielles pour la prise de décision de l'investisseur ».

²⁴ Directive OPCVM IV – Disparition du prospectus simplifié – Document clé d'information (KID), commentaire par Michel STORCK, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2010, comm. 31

²⁵ Article 6 du Règlement (UE) no 583/2010 de la Commission du 1er juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site web

²⁶ Passage du prospectus simplifié au document d'information clé (calendrier), commentaire par Michel STORCK, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2011, comm. 30

Le DICI est préparé par la société de gestion (ou le fond si c'est une SICAV autogérée), mis à jour tous les douze mois²⁷, contrôlé uniquement par l'autorité de l'Etat d'origine (l'AMF en France) même en cas de commercialisation dans un autre Etat Membre et il doit obligatoirement être présenté à l'investisseur avant la souscription²⁸.

Le paragraphe 3 de l'Article 78 précise que les informations devant au minimum figurer dans le DICI sont l'identification de l'OPCVM, une brève description de ses objectifs et de sa politique de placement, une présentation de ses performances passées ou, le cas échéant, de scénarios de performance, les coûts et les frais liés et le profil risque/rémunération de l'investissement.

La Directive OPCVM IV a été complétée par le Règlement d'application N° 583/2010 qui vient préciser le format et détaille le contenu requis pour le DICI (cf. Annexe 1, exemple de DICI fourni par l'AMF).

Du point de vue des OPCVM et des sociétés de gestions il apparaît, du premier abord, que cette réforme conduit à une hausse substantielle des coûts administratifs. En effet, la rédaction des DICI pour l'ensemble des fonds gérés (qui doit normalement avoir été achevée au 1 juillet 2011²⁹) a représenté une somme de travail considérable. Aujourd'hui encore chez AXA Investment Managers, leader français de la gestion d'actifs, une équipe de cinq personnes est dédiée à la rédaction et la mise à jour des DICI, sans compter le nombre de personnes mobilisées lors de la phase de transition. Ce fut un véritable défi que de résumer en deux pages, dans un langage accessible, les informations essentielles nécessaires à décision d'investissement, même lorsqu'on dispose d'un modèle.

Il faut d'ailleurs noter que la mise en place des DICI représente un risque juridique supplémentaire pour les sociétés de gestions (ou les SICAV autogérées le cas échéant). En effet, bien que le paragraphe 2 de l'Article 79 énonce qu'aucune personne ne doit encourir de responsabilité civile sur la seule base des informations fournies dans le DICI (il s'agit d'information précontractuelle uniquement), il est ensuite précisé que ne les informations trompeuses, inexactes ou incohérentes n'entrent cependant pas dans le périmètre de l'exemption. Lors de la rédaction du DICI il faut alors faire particulièrement attention à la cohérence avec le prospectus et à l'exactitude des informations ; ceci s'annonce périlleux au regard des exigences de simplicité en terme de forme et de contenu.

²⁷ Paragraphe 1 article 22 du Règlement (UE) no 583/2010

²⁸ Article 80 paragraphe 1 du Règlement (UE) no 583/2010

²⁹ Article 39 paragraphe 2 du Règlement (UE) no 583/2010

D'un point de vue plus positif il faut souligner que la disparition du prospectus simplifié va permettre à court terme de profiter d'économies bien supérieures aux coûts engendrés. En effet en passant de plusieurs dizaines de pages à deux pages les sociétés de gestions vont économiser sur les coûts de rédaction et de traduction. Elles vont également économiser sur les coûts d'adaptation lors de la commercialisation transfrontalière des OPCVM grâce à l'harmonisation du format et du contenu (il n'y aura plus qu'à traduire le DICI existant dans le pays d'origine, sans se soucier d'intégrer les mentions spécifiques à chaque Etat Membre). A ce titre, le règlement d'application, très détaillé, met en exergue la volonté de la Commission d'harmoniser au maximum la mise en place du DICI au sein de la Communauté. Le considérant 2 du règlement énonce clairement que la forme de règlement est la « seule est propre à garantir que les informations clés pour l'investisseur sont totalement harmonisées du point de vue de leur contenu »³⁰. Le but n'est donc pas uniquement de permettre aux investisseurs de bien comprendre les tenants et les aboutissants de leur placement d'épargne, mais également de faire en sorte qu'ils aient les moyens de comparer avec d'autres produits équivalents, le cas échéant provenant d'un autre Etat Membre. La Directive et le Règlement d'application insistent notamment sur l'importance de faire apparaître les frais et coûts pour l'investisseur³¹.

Ainsi OPCVM IV tend à réveiller la concurrence transfrontalière entre les OPCVM. Ces deniers vont donc être de plus en plus poussés à réduire leurs frais afin d'attirer un maximum d'investisseurs.

La Directive OPCVM IV renforce d'autant plus la concurrence qu'elle simplifie la procédure de notification lors de la commercialisation transfrontalière d'un OPCVM.

(2) Procédure de notification simplifiée

Dès l'origine, la Directive OPCVM de 1985 a permis la commercialisation transfrontalière des parts d'OPCVM. Cependant ce passeport « produit » a jusqu'alors été soumis à une procédure de notification stricte et chronophage. La société de gestion devait tout d'abord demander à l'autorité de son Etat d'origine une attestation de conformité destinée à démontrer que l'OPCVM en cause respectait les règles de la Directive. Puis elle devait adresser une demande de commercialisation du produit aux autorités de l'Etat Membre dans lequel le fond

³⁰ Considérant 2 du Règlement (UE) no 583/2010

³¹ Références

devait être commercialisé³². Le délai avant la commercialisation effective du produit au sein de l'Etat Membre visé était alors de deux mois minimum. Dans son Livre Blanc précurseur de la Directive OPCVM IV, la Commission avait déjà signalé qu'en pratique ce délai n'était « pas toujours respecté »³³. Elle ajoutait alors que le système entravait « fortement la diffusion de nouveaux produits sur le marché unique », retardant parfois jusqu'à neuf mois le début de la commercialisation. En cause, l'excès de zèles des autorités du pays d'accueil qui vérifiaient la conformité du fond aux règles de la directive malgré l'attestation de conformité fournie par leurs homologues étrangers.

Ce délai constituait un véritable handicap pour les sociétés de gestion dans le cadre d'une concurrence mondiale. Elles étaient en effet privées pendant plusieurs mois d'une base élargie d'investisseurs potentiels pendant que des fonds équivalents outre Atlantique avaient accès à l'ensemble de la population des cinquante états. A cela s'ajoute le fait d'un fond OPCVM peut parfois avoir une stratégie de gestion basée sur une large collecte de fonds obtenue rapidement afin d'investir dans un secteur porteur à un moment donné. La perte d'opportunité engendrée par l'ancien passeport produit était devenue inacceptable.

La Commission et le Parlement ont donc voulu remédier à ce handicap en remplaçant l'ancienne procédure par une nouvelle à l'Article 93 de la Directive OPCVM IV³⁴. Désormais la société de gestion souhaitant activer le passeport « produit » n'aura qu'à transmettre au préalable une lettre de notification aux autorités compétentes de son Etat d'origine³⁵ qui se chargeront des contrôles de conformité à la Directive ainsi que de la transmission aux autorités de l'Etat d'Accueil³⁶. Le Règlement N° 584/2010 de la Commission, en date du 1er juillet 2010 (Lamfalussy Niveau 2) vient préciser le contenu de la lettre de notification (informations sur les modalités prévues par la commercialisation) en fournissant un modèle (cf. Annexe 2).

Le troisième paragraphe de l'Article 93 ajoute que les autorités de l'Etat d'origine doivent transmettre la documentation à l'Etat d'accueil au plus tard dix jours ouvrés après réception et doit avertir sans délai l'OPCVM dès que c'est fait. L'OPCVM peut alors accéder au nouveau marché à partir de cette date.

Le délai a donc été réduit à dix jours ouvrés, ce qui constitue un progrès incontestable pour les OPCVM.

³² Article 46 de la Directive 85/611/CEE

³³ Livre Blanc de la Commission de 2006 point 1.1

³⁴ Transpose en droit français aux articles L.214-1 et L.214-1-1 du Code Monétaire et Financier

³⁵ Article 93 premier paragraphe de la Directive 2009/65/EC

³⁶ Article 93 troisième paragraphe de la Directive 2009/65/EC

Un autre facteur de délai qui s'était imposé sous la précédente version de la Directive OPCVM était la possibilité accordées aux autorités de l'Etat d'accueil de contrôler *ex-ante* la conformité de l'OPCVM aux spécificités de leur règles nationales (ces spécificités tenant au principe même des directives, qui autorisent le Etats Membres à appliquer des règles plus strictes).

La Directive OPCVM IV a remplacé ce contrôle *ex-ante* par un contrôle *ex-post*. Ceci tient à la formulation du dernier alinéa du paragraphe 3 de l'Article 93 qui autorise l'accès au marché à compter de la date de notification, sans mentionner la possibilité pour les autorités de l'Etat d'Accueil d'exercer un quelconque contrôle supplémentaire. A cela s'ajoute le paragraphe 6 de l'Article 93 qui précise que les autorités de l'Etat d'Accueil ne pourront pas demander de document supplémentaire.

Cependant il faut noter que le contrôle existe bien *ex-post* et que les autorités de l'Etat d'accueil peuvent prendre des sanctions contre l'OPCVM en cas de non respect de règles nationales³⁷.

Il faut également noter que certains auteurs pensent que la suppression du contrôle *ex-ante* justifierait de raccourcir encore le délai, en deçà de dix jours ouvrés. Ainsi Isabelle Riassetto estime par exemple que « ce délai peut être considéré comme étant encore beaucoup trop long eu égard au fait que le contrôle incombant désormais à l'autorité de l'Etat d'accueil est un contrôle *ex-post* »³⁸. Mais il semble difficile de concevoir une procédure d'attribution immédiate d'un passeport « produit » sans risquer d'affecter la qualité des contrôles et donc l'uniformité de l'application des règles minimales imposées par la Directive OPCVM IV. D'autant qu'un tel risque ne serait pas justifié par un intérêt proportionnel étant donné qu'un délai de dix jour n'augmente que très peu les risques de perte d'opportunité par rapport à une commercialisation immédiate (contrairement à un délai de deux mois minimum).

Enfin la Directive OPCVM IV apporte une dernière innovation qui traduit l'évolution communautaire visant à plus d'intégration et d'uniformité : le paragraphe 4 de l'Article 93 autorise les OPCVM à utiliser la « langue usuelle de la sphère financière » lors de la procédure de notification (sauf en cas d'accord entre les deux Etats concernés). Autrement dit l'anglais deviendra progressivement la langue officielle du passeport « produit ».

Combinées, ces innovations vont donc avoir un impact à moyen terme extrêmement positif sur la gestion des OPCVM. En effet, cela va permettre tout d'abord de réduire

³⁷ Article 108 paragraphe 1 alinéa 2 de la Directive 2009/65/EC

³⁸ Passeport des OPCVM

considérablement les coûts administratifs de commercialisation des OPCVM. Le passage d'un délai de deux mois à dix jours ouvrés seulement va par exemple permettre de réduire le nombre d'employés mobilisés pour cette procédure.

De même cela va permettre aux OPCVM de conquérir plus facilement de nouveaux marchés de collecte d'actifs afin d'élargir leur capacité d'investissement et donc leur rentabilité et ainsi retrouver l'objectif de la Directive de 1985 de créer un grand marché des fonds OPCVM. Ceci pourrait bien conduire à assoir la solidité du label OPCVM.

Cette opportunité que représente le passeport « produit » simplifié devrait donc être un succès à long terme. En effet il était facile d'anticiper que les clients, à rendement presque équivalent, seraient toujours plus intéressés par un investissement dans un OPCVM national, soumis à un droit qu'il comprennent. Mais sur le long terme les promoteurs et les distributeurs de ces produits vont probablement parvenir à faire changer les mentalités en mettant en avant le cadre juridique harmonisé assurant un degré minimum de protection des investisseurs non avertis.

Sur un autre plan, si le succès se confirme, du point de vue des sociétés de gestion la procédure de notification simplifiée pourrait signifier une concurrence accrue avec des OPCVM étrangers qui n'ont désormais en théorie aucune difficulté à commercialiser leurs parts dans l'ensemble des Etats Membres.

Dans ce contexte, les sociétés de gestion vont devoir adapter leur stratégie d'investissement et devenir plus agressives afin de compenser les coûts de la concurrence. Elles vont également devoir rationaliser leur activité afin de réduire leurs frais et maintenir leurs objectifs de rentabilité.

C'est en prenant en compte cette nouvelle nécessité que la Commission et le Parlement ont intégrées dans la refonte de la Directive OPCVM de nouveaux outils permettant de mettre en place des structures transfrontalières rationalisées.

B. Mise en place de structures transfrontalières rationalisées

Comme l'explique Mariano Rabadán, ancien Président de *l'European Fund and Asset Management Association* (l'EFAMA) la consolidation de fonds OPCVM est nécessaire³⁹. En

³⁹ Plaquette « Ucits XXV » publiée à l'occasion des 25 ans du premier OPCVM Luxembourgeois, page 42

2012, aux Etats-Unis, 7.596 fonds géraient environ 13.000 milliards de dollars d'actifs, quand en Europe près de 35.000 OPCVM géraient moins de 6.600 milliards d'euros d'actifs⁴⁰.

Afin de permettre aux OPCVM d'affronter le sursaut de concurrence intracommunautaire, les rédacteurs de la Directive OPCVM IV ont inclus trois nouveaux outils de rationalisation de l'activité par la mise en place de structures transfrontalières : le passeport des sociétés de gestion (1), les fusions transfrontalières d'OPCVM (2) et la mise en place de structures maître-nourricier (3).

Ces outils devraient permettre de progressivement remodeler le marché européen des OPCVM, très dispersé contrairement à la situation outre atlantique.

(1) Le passeport des sociétés de gestion

Sous l'empire de la Directive OPCVM de 1985 telle que révisée par la Directive OPCVM III un OPCVM devait obligatoirement être établi dans le même Etat que sa société de gestion (ainsi que son dépositaire). Pour pouvoir créer des OPCVM dans un autre Etat membre les sociétés de gestion devaient obligatoirement y établir soit une filiale, dans le cas d'un FCP, soit une succursale dans le cas d'une SICAV. Outre le problème de la différence de traitement entre les deux formes d'OPCVM qui favorisait la forme de SICAV (constituer une succursale est plus simple et bien moins coûteux car ne nécessitant pas de capital social ni de substance localement) le système créait un environnement administrativement lourd et cloisonné. En effet, dans les deux cas l'établissement de la société de gestion nécessitait de suivre une procédure de notification pouvant prendre jusqu'à cinq mois (trois mois pour la validation du dossier dans le pays d'origine et deux dans le pays d'accueil). Ce régime juridique n'était économiquement pas justifié car il imposait des coûts de structure parfois bien trop importants par rapport au gain espéré par l'implantation d'un OPCVM dans un autre Etat Membre.

La Commission avait déjà tenté d'alléger cette procédure en proposant un passeport pour les sociétés de gestion (le passeport « prestataire ») lors de travaux préparatoires de la Directive OPCVM III. Malheureusement cette idée avait été écarté par une partie des Etats Membres, notamment ceux domiciliaient un grand nombre de fonds d'investissement. Ainsi le Luxembourg craignait de voir s'implanter sur son territoire des OPCVM gérés à distance, ne

⁴⁰ Plaquette « Ucits XXV » publiée à l'occasion des 25 ans du premier OPCVM Luxembourgeois, Pages 30-31

permettant aucun contrôle des autorités locales sur la société de gestion, la qualité de gérants⁴¹ ou la responsabilité de la société de gestion vis-à-vis de ses clients.

Dans son Livre Blanc de novembre 2006 la Commission a reprise l'idée de passeport « prestataire » en tant que recommandation⁴². Arrivant à un consensus, le Parlement a finalement adoptée la proposition dans la Directive OPCVM IV⁴³. Celle-ci introduit la possibilité pour les sociétés de gestion de gérer des fonds OPCVM implantés dans un autre Etat Membre sans avoir à y implanter une filiale ou une succursale (« libre prestation de service ») (cf. Annexe 3). Pour ce faire la société de gestion doit envoyer aux autorités de l'Etat d'origine une notification qui indique l'Etat d'accueil, les activités et services envisagés, une description du processus de gestion et les modalités permettant de recevoir les plaintes des investisseurs dans l'Etat d'accueil⁴⁴. Les autorités de l'Etat d'origine ont alors un mois pour communiquer le dossier à leurs homologues de l'Etat d'accueil. D'autre part la société de gestion doit communiquer aux autorités de l'Etat d'accueil le nom du dépositaire des OPCVM gérés localement et doit avoir conclu avec ce dernier un accord écrit d'échange d'informations⁴⁵ permettant au dépositaire d'assurer sa mission de contrôle⁴⁶. Elle doit enfin s'assurer de la mise en place des modalités de réception des plaintes des clients.

A partir du moment où ces conditions sont réunies et si le dossier a bien été transmis la société de gestion se voit octroyé le passeport « prestataire ». Dans les fait ceci permet donc de réduire le temps de la procédure de cinq à un mois et d'éviter les coûts et les inconvénients administratifs liés à l'établissement d'une filiale ou d'une succursale locale.

D'autre part, du point de vue la société de gestion, cette innovation est un atout en ce qu'elle lui permet de n'être potentiellement soumise qu'à un seul droit, celui de son Etat d'origine (si elle ne constitue pas de filiales ou de succursales) pour tout ce qui concerne son organisation propre et sa politique de gestion de risques⁴⁷. En revanche elle devra se conformer aux règles de l'Etat d'accueil pour tout ce qui concerne la vie de l'OPCVM (constitution et agrément, comptabilité, commercialisation etc.) et à l'émission de ses parts et les relations avec les porteurs. Ceci nécessite donc d'avoir une certaine expertise en droit locale ou de faire appel à

⁴¹ La Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) est très attachée à la compétence des gérants

⁴² Point 1.4 du Livre Blanc de 2006

⁴³ Articles 18 de la Directive 2009/65/EC

⁴⁴ Cette dernière indication résulte de la négociation avec des Etats principalement domiciliataire d'OPCVM tels que le Luxembourg ou l'Irlande.

⁴⁵ Article 23 paragraphe 5 de la Directive 2009/65/EC

⁴⁶ Article 22 de la Directive 2009/65/EC

⁴⁷ Article 19 paragraphe 1 de la Directive 2009/65/EC

un prestataire de service tel qu'un cabinet d'avocat (ce qui vient nuancer l'avantage économique de ne pas constituer un établissement local).

Sur un autre plan il faut noter que le passeport « prestataire » devrait probablement, comme le craignait la place luxembourgeoise, favoriser certaines places plutôt que d'autres et créer une dichotomie encore plus prononcée entre les pays domiciliataires et les pays hébergeant les sociétés de gestion. Ceci pourrait conduire certains Etats Membres à jouer de leur fiscalité pour attirer les sociétés de gestion ; et certaines sociétés de gestion à pleinement en profiter en installant leurs OPCVM au Luxembourg ou en Irlande (où la fiscalité des fonds est moins élevée) et leurs centres de coût (pôles administratifs des sociétés de gestion) dans des pays où l'essentiel de la fiscalité des entreprises est fondée sur les bénéfices.

Quoiqu'il en soit, cette innovation va surtout permettre aux sociétés de gestion de rationaliser leur organisation et donc leur coûts en centralisant une grande partie de l'administratif au sein de pôles, permettant ainsi de procéder à des économies d'échelle. Ce dispositif va notamment favoriser le renforcement des petites sociétés de gestions qui n'avaient jusqu'alors pas les moyens de développer une véritable politique d'implantation transnationale. Les grands acteurs du marché qui ont déjà une structure bien implantée et pour qui l'économie potentielle serait compensée par les coûts liés à la restructuration (et à la perte d'implantations locales souvent utiles pour attirer des investisseurs) ne sont d'ailleurs pas forcément les plus favorables au passeport « prestataire »⁴⁸ (bien qu'ils ne l'affirmeront jamais).

A la rationalisation de l'activité des sociétés de gestion la Directive ajoute également la possibilité de rationaliser l'activité des OPCVM grâce notamment au mécanisme de fusions transfrontalières.

(2) Les fusions transfrontalières d'OPCVM

Dans son Livre Blanc de novembre 2006 la Commission établissait un constat frappant mis en avant par l'ensemble des sociétés de gestion de la Communauté : « Le marché des OPCVM est constitué de fonds dont la taille n'est pas optimale: quelque 54% des fonds OPCVM gèrent moins de 50 millions d'euros d'actifs. Par conséquent, d'importantes économies d'échelle demeurent inexploitées et l'investisseur final supporte des coûts inutilement élevés. Selon les études, les coûts pourraient être réduits annuellement d'un montant compris entre 5 et 6

⁴⁸ Freddy Brausch, where the center should be, source interne Linklaters Luxembourg

milliards d'euros »⁴⁹. La taille moyenne d'un fond européen est par exemple cinq fois inférieure à celle d'un fond américain.

Cette situation provient notamment de ce que la Directive OPCVM de 1985 révisée ne prévoyait pas la possibilité pour deux OPCVM domiciliés dans des Etats Membres distinct de fusionner. Pire, la Directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux exclue de telles fusions⁵⁰. Ce faisant les sociétés de gestions ou les SICAV autogérées n'avaient pour seule option que de négocier avec les autorités locales compétentes afin de mettre en place une telle restructuration, à condition que la loi d'un des Etats concernés ne l'ait pas interdite.

Toujours dans la logique de créer un grand marché unique des OPCVM parfaitement concurrentiel et rationalisé la Commission et le Parlement ont donc voulu remédier à cet obstacle en introduisant aux Articles 37 à 48 de la Directive OPCVM IV des dispositions permettant et encadrant les fusions transfrontalières et nationales des OPCVM (cf. Annexe 3). Les fusions transfrontalières au sens de la Directive sont les fusions entre deux OPCVM⁵¹ soit établis chacun dans un Etat Membre différent, soit établis dans le même Etat Membre mais dont le transfert des actifs résultant de la fusion serait fait au profit d'une structure établie dans un autre Etat Membre⁵².

Les fusions nationales auxquelles s'applique la Directive sont les fusions qui impliquent au moins un fond qui commercialise ses parts dans un autre Etat Membre.

La Directive propose trois types de fusions⁵³ parmi lesquelles les Etat Membres peuvent piocher (il peuvent choisir de ne pas toutes les transposer). Il y a tout d'abord la fusion par absorption, au cours de laquelle l'OPCVM absorbé transfère l'intégralité de son patrimoine (actif et passif) à la société absorbante (transfert universel de patrimoine). Il y a également la fusion par création d'une société nouvelle, au bénéfice de laquelle les deux OPCVM à fusionner procèdent à un transfert universel de patrimoine. Il y a enfin la solution anglo-saxonne de l'amalgamation, par laquelle l'OPCVM absorbé transfère son actif net à un OPCVM absorbeur chargé d'apurer progressivement le passif de l'absorbé qui continue donc d'exister jusqu'à annihilation de son passif. Il faut noter que plusieurs Etats Membres comme la France ou le Luxembourg ont choisit de ne pas adopter cette dernière technique.

⁴⁹ Livre Blanc de la Commission, 2006, point 1.2

⁵⁰ Directive 2005/56/CE du 26 octobre 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux exclue une telle fusion, Article 3 paragraphe 3

⁵¹ Pour rappel le périmètre d'application de la Directive est bien sûr restreint aux OPCVM coordonnés et domiciliés dans un Etat Membre de la Communauté

⁵² Article 2 paragraphe 1, points q) et r) de la Directive 2009/65/EC

⁵³ Article 2 paragraphe 1 point p) de la Directive 2009/65/EC

D'autre part, la Directive ne crée pas de régime distinct en fonction de la forme d'OPCVM, ce qui laisse donc la porte ouverte à des fusions entre FCP et SICAV.

Pour ce qui est de la procédure la Directive met en place plusieurs étapes⁵⁴. Tout d'abord les deux OPCVM souhaitant fusionner doivent établir un projet de fusion commun qui doit motiver la fusion et en exposer les modalités détaillées. Ce projet est ensuite validé par les dépositaires de chacun des deux OPCVM au regard de certaines modalités spécifiques du projet de fusion (points a), f) et g) de l'Article 40, paragraphe 1). La méthode d'évaluation des actifs est également validée par le dépositaire ou bien un auditeur indépendant.

La fusion doit être ensuite autorisée par l'Etat domiciliataire de l'OPCVM absorbé sur la base d'un dossier que l'OPCVM lui aura communiqué et ce dans les vingt jours ouvrables suivant réception dudit dossier.

Enfin l'OPCVM absorbant doit s'assurer d'avoir obtenu un passeport « produit » pour l'ensemble des Etats Membres dans lesquels l'absorbé commercialisait ses parts.

Pour le reste, les modalités techniques de la fusion (versement d'une soulte, échange de parts, valorisation etc.) sont soumises à de règles équivalentes à celles posées par la Directive 2005/56/CE en matière de fusion de sociétés.

Il faut noter que plusieurs éléments peuvent venir entraver la fusion d'OPCVM. Tout d'abord les OPCVM devant fusionner doivent nécessairement communiquer toutes les informations utiles liées à la fusion à leurs porteurs de parts. Cette communication est importante car les régulateurs des Etats Membres concernés par la fusion peuvent chacun faire échec à la fusion s'ils considèrent que les informations fournies aux porteurs de parts ne sont pas suffisantes⁵⁵. D'autre part la fusion doit avoir un intérêt concret pour les porteurs de part car ils ont le droit d'exiger le remboursement ou le rachat des parts avant la réalisation de la fusion⁵⁶. Si le nombre de parts remboursées s'avérait massif du fait du manque d'intérêt d'une telle fusion pour les investisseurs cela pourrait remettre en cause la pérennité du fond.

Enfin, la Directive autorise les Etats Membres à adopter des règles contraignant les OPCVM désirant fusionner à faire valider le projet par un vote des porteurs de parts. La France a choisi de ne pas appliquer cette règle par exemple.

Au bilan de toutes ces contraintes, ce qui apparaissait comme « l'une des applications les plus « progressistes » sur le papier »⁵⁷ semble finalement être plus difficile à mettre en œuvre que

⁵⁴ Article 39 à 41 de la Directive 2009/65/EC

⁵⁵ Article 39, paragraphe 4, point c) de la Directive 2009/65/EC

⁵⁶ Article 45 paragraphe 1 de la Directive 2009/65/EC

⁵⁷ Agefi, *Une difficile rationalisation transfrontalière des OPCVM coordonnés*, Dossier spécial Fund Forum 2011

prévu. Se lancer dans un projet de fusion aujourd'hui revient à se plier à la bonne volonté de deux régulateurs différents ainsi qu'à celle des investisseurs.

A cela s'ajoute le fait que la Directive impose aux sociétés de gestion de supporter l'intégralité des coûts sans les imputer sur les résultats des OPCVM en cause⁵⁸. Fusionner deux fonds va donc s'avérer moins rentable qu'anticipé.

Enfin le manque d'harmonisation fiscale est également décrié. Ainsi concernant la TVA Marc Raynaud, Président de BNP Investment Partners à Luxembourg relève que « si la France a d'ores et déjà annoncé qu'il n'y aurait aucune taxation sur la plus-value dans le cas du rapprochement de deux fonds, ce n'est ni le cas de la Belgique, ni celui de la Suisse.

Que ce soit en lien avec la fiscalité ou non, certaines associations de gestion relèvent que ce dispositif va, à l'instar du passeport « prestataire », favoriser certaines places plus que d'autres. Ainsi Jean-Baptiste de Franssu, Président de l'EFAMA dès 2011 qu'« il est évident que certaines places financières se verront délaissées au profit du Luxembourg ou encore de l'Irlande »⁵⁹.

Voilà un moyen de plus, additionné au passeport « prestataire », de renforcer la répartition entre pays domiciliataire de fonds et pays d'accueil des sociétés de gestion.

Mais la Directive introduit un dernier outil de rationalisation, les structures maître-nourricier, qui pourrait bien avoir plus de succès à moyen terme que les fusions transfrontalières.

(3) Les structures maître-nourricier

La fusion transfrontalière n'est pas le seul moyen de renforcer la taille des OPCVM. A l'époque du vote de la Directive OPCVM IV depuis plus de dix ans déjà certains Etats Membres tels que la France ou le Luxembourg avaient permis à leurs fonds d'investissement nationaux de réunir leurs capacités d'investissement en créant des structures maître-nourricier (en anglais, *master-feeder*).

Le principe de base de cette technique de regroupement d'actifs est simple : un fond, le nourricier, investit la majeure partie de ses actifs (variable en fonction des législations nationales à l'époque) dans un autre fond, le maître. Un maître peut avoir plusieurs nourriciers et donc regrouper une somme très importante d'actifs sous gestion lui permettant de

⁵⁸ Article 46 de la Directive 2009/65/EC

⁵⁹ Agefi, *Une difficile rationalisation transfrontalière des OPCVM coordonnés*, Dossier spécial Fund Forum 2011

réellement peser sur les marchés financiers. Mais cette option excluait justement les OPCVM coordonné. En effet, les règles d'investissement édictée par la Directive OPCVM de 1985 ne permettait pas aux OPCVM coordonnés d'investir plus de 5% de leurs actifs dans des valeurs mobilières d'un même émetteur⁶⁰, y compris un autre OPCVM coordonné. Cette contrainte concernant la politique de placement était alors justifiée par le fait que la protection de l'épargne des clients passe par une politique d'investissement très peu risquée et donc nécessairement la plus diversifiée possible.

Cependant les rédacteurs de l'époque n'avaient pas envisagé qu'investir la totalité de ses actifs dans un OPCVM coordonné lui-même soumis aux règles strictes de diversification de l'investissement n'emportait pas de risque supplémentaire pour le nourricier.

C'est ce point que la Commission et le Parlement ont pris en compte en introduisant, au Chapitre VIII de Directive OPCVM IV, la possibilité pour les OPCVM coordonnés d'être nourriciers. Toutefois la Directive, complétée par la Directive 2010/42/UE (Lafmalussy niveau 2), pose plusieurs règles qui doivent être respectées. Tout d'abord le nourricier ne peut investir que dans un autre OPCVM coordonné au sens de la Directive OPCVM, ce qui se justifie au regard des règles de diversification. De plus, lorsqu'il fait le choix d'être nourricier, il doit investir au minimum 85% de ses actifs dans un seul maître⁶¹. Les 15% restants servent de réserve de liquidité afin de conserver une certaine flexibilité d'investissement, de pouvoir satisfaire d'éventuels appels de marge ou encore, pour les SICAV, de pourvoir à certains frais liés à leur activité.

De plus le nourricier doit s'assurer que le maître est en mesure de lui fournir régulièrement toute la documentation et toutes les informations nécessaires à la décision d'investissement ou requises en vertu de la Directive ou de la loi de l'Etat du nourricier⁶².

En pratique cette exigence va être remplie si les deux OPCVM sont par exemple gérés par la même société de gestion. Mais si ce n'est pas le cas ceci implique de mettre en place un monitoring constant des flux d'information. Si un investisseur venait à déceler un manque d'information, l'autorisation de la structure pourrait être remise en cause. Ce flux d'information doit être régi par les dispositions d'un accord de conduite signé entre le maître et le nourricier

En lien avec cette exigence et dans un soucis d'information, le nourricier doit adapter toute sa documentation afin de bien faire apparaître sa nouvelle caractéristique et les conséquences

⁶⁰ Article 22 Directive 85/611/CEE

⁶¹ Article 58 paragraphe 1 de la Directive 2009/65/EC

⁶² Article 66 paragraphe 3 de la Directive 2009/65/EC

pour les investisseurs⁶³. Ceci va donc engendrer certains frais d'adaptation pour les sociétés de gestion ou les SICAV autogérées qui souhaitent mettre en place des structures maître-nourricier.

Toujours dans une logique de protection de l'investisseur, mais par le biais du contrôle cette fois, si le maître et le nourricier ont des dépositaires différents ces derniers devront signer un accord d'échange d'informations afin de pouvoir assurer leur mission (cf. infra)⁶⁴.

Enfin il faut obtenir une autorisation préalable de la part des autorités de l'Etat du nourricier⁶⁵. Pour ce faire ce dernier doit communiquer un dossier contenant notamment l'ensemble de sa documentation ainsi que l'accord d'échange d'information entre dépositaire. La réponse doit être alors fournie sous quinze jours ouvrables.

Contrairement aux fusions transfrontalières la procédure imposée pour la mise en place de structures maître-nourricier n'est donc pas excessive et peut être complétée en un temps parfaitement raisonnable. Il faut bien relever au passage que si cette procédure minimale n'existait pas la protection des investisseurs en souffriraient et le label UCITS serait alors remis en cause.

Sur un plan stratégique la structure maître-nourricier transfrontalière apparaît comme un très bon compromis entre regroupement des actifs et la conservation d'une présence locale. En effet, en comparaison, la fusion transfrontalière ou le passeport « produit » ne permettent pas de conserver une présence locale dans chacun des deux pays concernés. Or dans le cas des OPCVM cette présence s'avère nécessaire car la plus grande partie de leurs investisseurs sont directement ou indirectement des clients particuliers pour qui la présence locale du fond est souvent assimilé à un gage de sécurité. Ca peut même faire l'objet d'un point lors de la commercialisation du produit.

D'autre part la mise en place d'une structure maître-nourricier est bien moins onéreuse que la fusion de fonds et bien plus simple à effectuer d'un point de vue juridique que l'ensemble des autres techniques de restructuration.

Pour autant elle a comme les autres techniques l'avantage de permettre aux sociétés de gestions ou SICAV autogérées de pouvoir bénéficier d'économies d'échelle parfois importantes et d'avoir un poids conséquent sur le marché.

⁶³ Article 63 de la Directive 2009/65/EC

⁶⁴ Article 61 paragraphe 1 et 62 de la Directive 2009/65/EC

⁶⁵ Article 59 paragraphe 3 de la Directive 2009/65/EC

Cependant, comme le soulignent plusieurs gérants⁶⁶, les structures maître-nourricier n'ont de véritable intérêt que dans le cadre d'une rationalisation intragroupe de l'activité. En effet, il faut tout d'abord noter que la Directive n'autorisant pas un nourricier à être lui-même le maître d'un autre OPCVM⁶⁷ (afin d'éviter les cascades d'OPCVM qui multiplient les frais pour les investisseurs et augmentent l'opacité de la structure) les fonds de fonds, qui représentent une partie non négligeable de l'investissement initial dans les jeunes OPCVM, ne seront pas autorisés à investir dans les nourriciers.

D'autre part la structure maître-nourricier impose d'aligner les opérations du nourricier sur celles du maître. Outre la stratégie d'investissement ou la rentabilité, cela implique par exemple que lorsqu'un maître suspend temporairement le rachat, le remboursement ou la souscription de ses parts, tous les nourriciers ont le droit de faire de même⁶⁸. Si ce genre d'alignement est possible en intragroupe, c'est en revanche plus compliqué lorsque le maître et le nourricier ne font pas partie du même groupe (ne sont pas gérés par la même société de gestion).

La structure maître-nourricier est donc plutôt une technique de restructuration interne qu'une stratégie d'investissement.

Il s'agit d'ailleurs bien de l'objectif des rédacteurs de la Directive OPCVM IV, qui souhaitaient non pas créer de nouvelles opportunités d'investissement pour les OPCVM (la Directive OPCVM III ayant déjà beaucoup fait pour ça) mais plutôt leur permettre d'avoir les outils pour rationaliser leur activité, se restructurer et renforcer afin de créer un marché moins parcellisé et plus transnational. Le but a été de mener à la création d'acteurs suffisamment bien organisés et renforcés pour pouvoir résister à une nouvelle crise de la teneur de celle de 2006.

Si les solutions mises en place (passeport « produit », fusions transfrontalières et structures maître-nourricier) ne sont pas parfaites elles apportent cependant bien des réponses à un besoin de flexibilité en vue de la réorganisation de l'activité.

Prenant conscience des implications de cette flexibilité nouvelle en termes de complexité des structures d'OPCVM la Commission et le Parlement ont également intégré dans la Directive OPCVM IV certaines innovations relatives à la supervision des OPCVM.

De plus, à l'époque même où ces solutions étaient mises en place, l'épisode Madoff a révélé un point faible de la Directive OPCVM : la fragilité de la protection accordée à l'investisseur

⁶⁶ *Companies avoid Ucits master-feeder funds*, Madison Marriage, Financial Times, 21 octobre 2012

⁶⁷ Article 58 paragraphe 3 de la Directive 2009/65/EC

⁶⁸ Article 60 paragraphe 3 de la Directive 2009/65/EC

final. En effet au cours de cette affaire les OPCVM qui avaient investi dans le montage financier de Bernard Madoff l'avaient tous fait dans le respect des règles d'investissement de la Directive OPCVM ainsi que de leur propre politique d'investissement. Pourtant, une grande partie des actifs a tout simplement été perdue lors de l'affaire, les produits dans lesquels les OPCVM avaient investis étant pour la plupart fictifs. Ce faisant un grand nombre d'investisseurs ont vu leur épargne gravement mise en danger et l'ensemble du label a été fragilisé.

La Directive OPCV IV, pensée avant l'affaire Madoff, s'est donc révélée être déjà obsolète. Il a fallu très vite penser à mettre place un nouveau cadre de gestion des risques.

II - Nouveau cadre réglementaire de gestion des risques

La gestion des risques est une donnée essentielle dans le cadre des OPCVM coordonnés. Ces fonds qui ont pour vocation de gérer des actifs investis par des investisseurs de détail ne peuvent pas se permettre d'adopter une politique de gestion des risques qui ne serait pas en adéquation avec le risque proportionnel que prend l'investisseur final en leur confiant son épargne. Or les nouveaux outils de flexibilités introduits dans la Directive OPCVM, tant en termes d'investissement (OPCVM III, élargissement de la gamme des produits éligibles à l'investissement par les OPCVM coordonnés) qu'en termes de réorganisation (OPCVM IV) ont justement permis à certains gérants d'OPCVM de mettre en place des politiques d'investissement à plus haut rendement mais bien plus risquées ainsi que des structures de fonds relativement opaques.

La commission et le Parlement ont donc commencé à envisager à mettre en place un nouveau cadre réglementaire de gestion des risques visant à palier aux insuffisances de la Directive OPCVM IV et qui passerait par un encadrement renforcé de l'activité des sociétés de gestion (A) et un nouveau régime de responsabilité des dépositaires (B).

A. Un encadrement renforcé de l'activité des sociétés de gestion

Lorsque l'on évoque la question de la gestion des risques on pense instantanément à la stratégie d'investissement mise en place par les sociétés de gestion. C'est donc très

logiquement par le renforcement de l'encadrement de l'activité des sociétés de gestion que la Commission a commencé son travail de renforcement du contrôle de la gestion des risques. A ce titre, certains outils ont déjà été mis en place par la Directive OPCVM IV, tels que les dispositions favorisant une coopération améliorée entre les régulateurs (1) tandis que d'autres sont en cours d'étude au sein du projet de Directive OPCVM V tels que la mise en place de règles uniformisées encadrant d'une part la rémunération des sociétés de gestion (2) et d'autre part l'application des sanctions (3).

(1) Une coopération améliorée entre les régulateurs

Dès novembre 2006 Charlie McCreevy annonçait dans un discours à l'Institut Européen des affaires que « les nouvelles libertés pour l'industrie des fonds ne devrait pas être aux dépens d'une supervision et d'un contrôle effectifs des fonds

La liberté et la flexibilité en termes de réorganisation introduite par la Directive OPCVM IV ont pour résultat une augmentation significative du nombre d'opérations transfrontalières. Dans un tel contexte il était donc nécessaire de prévoir d'adapter les modalités de supervision afin que les régulateurs ne se laissent pas dépasser par l'opacité ou la complexité des nouvelles structures pouvant être mises en place. Après tout, le label OPCVM repose sur ce contrôle permanent du respect des règles harmonisées. La Commission a donc intégré dès le premier projet de Directive OPCVM IV de nouvelles dispositions visant à harmoniser le cadre de coopération des autorités nationales de régulation en matière d'OPCVM coordonnés⁶⁹. Complétées par le Règlement n° 584/2010 de la Commission (Lamfalussy Niveau 2) ces dispositions ont tout d'abord dressé le cadre d'une coopération active imposée aux Etats là où la Directive OPCVM de 1985 modifiée se contentait d'indiquer dans un lapidaire Article 50 que les autorités collaborent étroitement et doivent se communiquer les informations nécessaires.

Désormais le paragraphe A de l'Article 101 énonce que les Etats peuvent aller jusqu'à « requérir la coopération des autorités compétentes d'un autre Etat Membre dans le cadre d'une activité de surveillance ». L'autorité qui reçoit la demande n'a alors que trois choix (parmi lesquels ne figure pas le simple refus) : procéder elle-même à la vérification, permettre à l'autorité requérante de procéder à la vérification ou permettre à des experts d'y procéder. La norme imposée est donc la coopération. Les autorités ne peuvent refuser de s'y plier que si

⁶⁹ Articles 97 à 110 de la Directive 2009/65/EC

cela porte atteinte à la souveraineté nationale ou si une procédure est en cours ou un jugement définitif a été rendu. En cas de refus la Directive prévoit également un système de notification au comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières.

Le Règlement 584/2010 met également en place un système d'échange systématique d'informations concernant toute mesure importante prise à l'égard d'un OPCVM.

D'autre part la Directive OPCVM IV harmonise l'étendue des pouvoirs des autorités nationales jusqu'alors très imprécise. Ainsi le paragraphe 2 de l'Article 98 énumère une liste assez précise des prérogatives confiées au régulateurs nationaux. Le but de cette liste est entre autre de s'assurer que les mêmes standards de contrôle sont appliqués dans les mêmes pays afin qu'un régulateur, lorsqu'il demande la coopération d'un autre régulateur, ne se voit pas opposé le fait que ce dernier ait des standards moins élevés et donc non conforme à la requête en coopération.

De manière plus générale toutes ces règles de renforcement de la coopération entre les régulateurs vise à assurer un niveau de protection constant des investisseurs, quelque soit le pays domiciliaire de l'OPCVM.

Du point de vue des sociétés de gestion cette harmonisation ne devrait pas avoir un impact fondamental à la condition qu'elles respectent les règles d'investissement édictées par la Directive, telles que transposées dans le droit de son Etat d'origine. Dans le cas contraire il y a fort à parier qu'elles ne pourront plus passer très longtemps entre les mailles du filet. Aujourd'hui un OPCVM est donc potentiellement soumis au contrôle d'autant de régulateurs que d'Etats Membres dans lesquels il est commercialisé. Mais il faut bien noter que dans les faits ce nouveau cadre uniformisé de coopération et de contrôle assure simplement le respect de normes *a minima* qui la plupart du temps étaient déjà en place dans la législation des Etats Membres. A cela s'ajoute qu'il est toujours possible pour un Etat Membre moins stricte quant à sa politique de contrôle des OPCVM de transposer la directive de la manière la plus vague possible tout en invoquant le plus souvent possible l'argument de la souveraineté nationale en cas de demande de coopération.

Cependant ce renforcement des règles de coopération entre les Etats Membres monte bien la volonté de la Commission et du Parlement de rendre plus rigides et mieux appliquées les règles édictées en matière de gestion des risques ; ceci toujours dans un but de protection de l'investisseur de détail. L'harmonisation du contrôle des règles est le premier volet du ce renforcement de la supervision de la gestion des risques par les sociétés de gestion. Mais les règles ne peuvent être efficaces que si les sanctions sont réellement appliquées par les régulateurs nationaux.

(2) L'uniformisation du régime des sanctions applicables

Comme le rappelle la Commission dans l'exposé des motifs intégré dans la proposition de Directive OPCVM V⁷⁰ il y a de grandes disparités au sein des Etats Membres concernant l'application de sanctions par les régulateurs nationaux en cas de non respect des normes uniformisées par un OPCVM. Ainsi la Commission relève notamment des variations dans la fréquence du recours aux sanctions, le recours à des critères différents pour établir les sanctions et des écarts dans leur montant. Or si ceci crée un sentiment d'insécurité juridique qui nuit tout d'abord aux investisseurs qui, n'étant pas informés, risquent de placer leur épargne dans un OPCVM qui n'aura pas à faire face au degré de sanctions auquel ils auraient pu s'attendre sur la base de l'idée qu'ils en ont au vu de ce qu'il se passe dans leur pays d'origine ou d'expérience passées. Cela nuit également à l'activité des OPCVM en général car un environnement où l'insécurité juridique règne n'est pas propice à attirer le maximum d'investisseurs possible.

Prenant acte de ce constat, la Commission a donc intégré dans sa proposition de Directive OPCVM V des dispositions relatives à l'uniformisation des sanctions et de leur application. Ainsi, si la proposition est votée par le Parlement, l'actuel Article 99 de la Directive OPCVM IV, qui énonçait simplement de manière lapidaire que les Etats Membres devaient prévoir des sanctions et des mesures dissuasives, sera remplacé par les Articles 99 à 99 sexties.

La version révisée de la Directive devrait tout d'abord intégrer en son Article 99 *bis* une liste exhaustive des agissements des OPCVM devant obligatoirement entraîner une sanction de la part du régulateur. Ceci retire toute latitude à ce dernier pour choisir de sanctionner ou non certains comportements qui, sous le régime du texte actuel, donnent lieu à un comportement parfois indulgent de la part des régulateurs. Par exemple la non communication de annuelle des actionnaires et des membres possédant des participations qualifiées⁷¹ entraîne souvent un simple rappel à l'ordre si le délai a été excessivement dépassé.

Au second paragraphe de l'Article 99 *bis* la Commission a également insérée une liste exhaustive des sanctions ou mesures administratives devant être appliquées aux OPCVM dont le comportement correspond à un des points de la liste précédemment évoquée. Ces sanctions

⁷⁰ Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, 3 juillet 2012

⁷¹ Point h) de l'article 99 bis de la proposition

sont notamment pécuniaire mais peuvent également aller jusqu'au retrait de l'agrément. Si cette initiative est un excellent pas vers plus d'harmonisation des sanctions, on regrettera simplement que la rédaction actuelle n'évoque que des montants maximaux et non pas des seuils. Ca laisse donc en théorie toute latitude aux régulateurs pour appliquer *a minima* ces sanctions. En théorie seulement, car en pratique une autre proposition de disposition, l'Article 99 *ter*, impose aux régulateurs de publier le détail des sanctions et des mesures appliquées. Ce faisant il sera très facile de comparer l'environnement juridique de chacun des Etats Membres. Les organisations de consommateurs ou d'investisseurs se feront d'ailleurs certainement une joie de publier des statistiques sur ce point.

De plus les régulateurs devront communiquer à l'Association Européenne des Marchés Financiers (AEMF, en anglais *ESMA*) l'ensemble des sanctions qu'ils ont prises à l'encontre des OPCVM coordonnés. L'AEMF publiera ces informations dans un rapport annuel⁷². Les régulateurs seront donc contraints, par la force des choses, d'appliquer des sanctions relativement cohérentes avec l'infraction en cause à défaut de quoi ils pourraient gravelent dévaloriser la place aux yeux des investisseurs.

Enfin, la proposition de directive contraindrait les autorités nationales à mettre en place un mécanisme de signalement des infractions (en anglais *whistle blowing*) par toute personne qui en serait témoin (réception des signalements, protection des personnes et de leurs informations etc.).

Du point de vue des sociétés de gestion ou des SICAV autogérées si la Directive OPCVM V est votée en l'Etat Actuel cela aura probablement pour conséquence immédiate une réduction significative de la prise de risque et donc du rendement. Cependant ceci pourrait également se traduire, à moyen terme, par un élargissement du nombre d'investisseurs de détail, attirés par plus de protection et rassurés par l'effectivité des sanctions.

Au-delà de l'harmonisation du régime des sanctions la Commission tente également de pousser les OPCVM à adopter une politique d'investissement moins risquée en utilisant le meilleur levier possible, à savoir le portefeuille.

(3) L'uniformisation des règles encadrant la rémunération des sociétés de gestion

Comme le mentionne la Commission dans l'exposé des motifs de la proposition de Directive OPCVM V, « les politiques de rémunération incitaient à privilégier les décisions à court terme

⁷² Article 99 quinquies paragraphe 1, de la proposition

et à prendre des risques excessifs ». Galvanisées par les nouvelles possibilités d'investissement introduites par la Directive OPCVM III, encouragée par le contexte économique précédent les événements de 2006 et 2008 faisant fi de l'incohérence entre leur notation et leur rendement élevé les sociétés de gestion ont eu tendance à beaucoup investir dans des produits financiers qui étaient alors injustement très bien notés (tels que ceux proposés par Bernard Madoff). Or il s'est avéré que la solidité réelle de ces produits était parfois bien éloignée de la note qui leur était attribuée.

Si les sociétés de gestions ont laissé passer de telles incohérences entre le rendement des produits et leur notation c'est parce qu'ils y trouvaient leur compte. En effet la rémunération des sociétés de gestion est basée sur la rentabilité des fonds qu'elles gèrent. Pour autant, ayant respecté les règles d'investissement inscrites dans le prospectus (notamment en investissant dans des produits financiers très bien notés) et l'investisseur de détail ayant accepté le risque soit disant résiduel de perte de l'investissement initial en prenant connaissance du prospectus elles se sont exonérées de toute responsabilité. Comme le souligne encore la Commission dans l'exposé des motifs de la proposition de Directive OPCVM V « les structures de rémunération peuvent être faussées en ce sens que les gestionnaires participent aux profits, mais non aux pertes qui se matérialisent, ce qui les incitent d'autant plus à adopter des stratégies risquées ».

La Commission souhaite donc aujourd'hui remédier à cette pratique des sociétés de gestion en encadrant et en uniformisant les règles applicables à leur rémunération.

Alors que la Directive OPCVM IV n'évoquait pas la question de la rémunération des sociétés de gestion, la Commission a ainsi intégrée dans sa proposition de Directive OPCVM V l'ajout des articles 14 *bis* et 14 *ter*. Il résulte de cette proposition que les Etats Membres seraient contraints d'exiger que les sociétés de gestion « définissent et appliquent des politiques et des pratiques de rémunération qui soient compatibles avec une gestion saine et efficace des risques »⁷³. Le but est de décourager la prise de risque. Ces règles mises en place devraient s'appliquer aux rémunérations des preneurs de risques et des personnes exerçant une fonction de contrôle ainsi que toute personne ayant « une incidence substantielle sur les profils de risque des sociétés de gestion ou des OPCVM »⁷⁴. Cela comprend donc tant les personnes physiques que les personnes morales. De plus ces règles s'appliquent à tout type de rémunération ou de transfert de part de l'OPCVM en faveur des catégories de personnel

Clicours.COM

⁷³ Article 14 bis par 1 de la proposition

⁷⁴ Article 14 bis paragraphe 3 de la proposition

visées⁷⁵. Afin de s'assurer que les règles soient bien harmonisées la Commission a prit soin d'intégrer au paragraphe 1 de l'Article 14 *ter* une longue liste des principes à respecter en matière de rémunération. La Commission propose ainsi notamment que la rémunération des hauts responsables en charge de la gestion des risques soit directement supervisée par un comité de rémunération. De plus l'évaluation des performances doit s'inscrire dans un cadre pluriannuel correspondant au cycle de vie des OPCVM gérés. Le but est ici de s'assurer que la rémunération soit bien fixée en fonction de performances à long terme afin d'éviter les spéculations à court terme. Il faut aussi noter que la rémunération variable (basée sur la performance) ne sera versée que si son montant est compatible avec la situation financière de la société de gestion. L'idée sous-jacente est bien sûr d'éviter que des personnes se voient attribuées des rémunérations calculées sur la base de performances ponctuelles alors que la situation actuelle ne le justifie pas.

Les différents principes proposés par la Commission doivent donc permettre, s'ils sont votés, de mieux encadrer la rémunération des gestionnaires et empêcher les dérives qui étaient jusqu'alors courantes. Cependant la proposition elle-même laisse beaucoup de flexibilité, tant aux Etats Membres, dans le cadre de la transposition, qu'aux sociétés de gestion elles-mêmes. En effet il n'est pas certain d'une part que les Etats Membres transposeront et appliqueront tous ces propositions de manière uniforme. Il faudra attendre les directives et règlements d'application (Lamfalussy Niveau 2) pour avoir une meilleur visibilité sur la latitude d'interprétation que les Etats Membres auront. D'autre part il est à craindre que les sociétés de gestion trouveront toujours un moyen de contourner de telles barrières, par exemple en créant des OPCVM à durée de vie très courte (moins de deux ans) qui leur permettrait d'éviter de calculer la rémunération variable sur une trop longue période.

Cependant ça reste, avec l'harmonisation du régime des sanctions et le renforcement de la coopération entre les régulateurs un pas décisif vers le renforcement du label OPCVM par l'encadrement de la gestion des risques. Ceci pourrait permettre de rendre encore plus claire la distinction entre la gestion des fonds OPCVM et celle des fonds alternatifs, surtout à l'heure de la transposition de la Directive AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*) qui va rapprocher le cadre juridique de l'activité des fonds alternatifs de celui actuellement en place pour les OPCVM.

⁷⁵ Article 14 *ter* Par 2 de la proposition

Ce renforcement de l'encadrement de l'activité des sociétés de gestion va s'avérer d'autant plus nécessaire que la proposition de Directive OPCVM IV tend vers la mise en place d'un nouveau cadre de responsabilité des dépositaires, ce qui pourrait induire un report de la vigilance et de la responsabilité des sociétés de gestion vers ces derniers.

B. Le nouveau régime de l'activité des dépositaires

Le dépositaire d'un OPCVM est un établissement dont la mission de base est de conserver dans ses livres les actifs de l'OPCVM client. Il enregistre ainsi l'ensemble des opérations réalisées par OPCVM et s'avère donc avoir une place particulièrement stratégique lorsqu'il s'agit de contrôler l'activité de ces fonds. Pourtant les rédacteurs de la Directive OPCVM de 1985 n'avaient pas pris conscience de cet élément ou en tout cas ne l'avaient pas intégré dans les mécanismes de contrôle des stratégies d'investissement des OPCVM. La Commission et le Parlement, cherchant à renforcer le contrôle de l'activité des OPCVM afin de conserver l'attrait du label, ont intégré respectivement dans la Directive OPCVM IV et dans le projet de Directive OPCVM V des dispositions visant à imposer une mission de contrôle aux dépositaires (i) et à renforcer leur régime de responsabilité en cas de perte de actifs (ii) ; tout cela va indubitablement voir un impact direct sur la manière dont les OPCVM gèrent leur risque.

(1) La mission de contrôle des dépositaires

Pendant très longtemps, sous le régime de la Directive OPCVM de 1985, le dépositaire d'un OPCVM n'a eu d'autre mission que de conserver les actifs des OPCVM clients, de s'assurer que tout acte affectant les parts de l'OPCVM était effectué en accord avec la loi et les documents constitutifs, que les OPCVM clients recevaient bien la contrepartie pour chacune de leurs transactions et que les produits du client recevaient bien l'affectation conforme à la loi et aux documents constitutifs⁷⁶. La situation ne l'exigeant pas à l'époque, leur rôle n'a pas été modifié par la Directive OPCVM III. Cependant les suites des chocs de 2006 et 2008 ont poussé la Commission à chercher des compléments au contrôle effectué par les régulateurs nationaux, souvent dépassés par le nombre important de fonds à superviser. Prenant conscience du rôle central des dépositaires et de la visibilité qu'ils avaient sur l'ensemble des

⁷⁶ Article 14 paragraphes 1 et 2 de la directive de Directive 85/611/CEE

transactions effectuées par les OPCVM la Commission a commencé à repenser leur mission. C'est ainsi que dès juillet 2009 elle a lancé une consultation publique sur la fonction de dépositaire. L'application concrète des propositions s'est ensuite faite en deux étapes.

Tout d'abord la Commission et le Parlement ont intégré au troisième paragraphe de l'Article 22 de la Directive OPCVM IV un point c) qui dispose que le dépositaire exécute les instructions de la société de gestion, « sauf si elles sont contraires au droit national applicable ou au règlement du fonds ». Cette simple disposition implique donc que le dépositaire doit procéder, avant d'exécuter un ordre, à une analyse de la conformité de l'ordre en question avec le règlement du fond ou la loi. C'est un premier pas vers une mission de contrôle des ordres passés. Mais il s'avère que ça n'est pas encore suffisant pour véritablement parler de contrôle de la gestion des risques. En effet, ni le règlement ni la loi ne reflètent la politique d'investissement détaillée telle qu'elle figure dans le prospectus et qui a été vendue à l'investisseur détail.

C'est pourquoi dans sa proposition de Directive OPCVM V la Commission a ajouté à la fin dudit point c) une référence à tous les « documents constitutifs », parmi lesquels figurent le prospectus. Si cette proposition de directive est votée, les dépositaires auront alors une véritable mission de contrôle de la politique d'investissement des OPCVM et donc de leur risque, à travers le contrôle de conformité des ordres exécutés avec le prospectus.

De plus le paragraphe 4 de l'Article 22 de la proposition dispose que le dépositaire doit veiller au « suivi adéquat des flux de trésorerie de l'OPCVM ». Ceci lui permet d'avoir une vue d'ensemble de tous les actifs de l'OPCVM et donc d'assurer une supervision effective du respect des règles définies dans le prospectus et dans la Directive telle que transposée.

Du point de vue des sociétés de gestion ceci devrait entraîner certaines conséquences. Tout d'abord elles vont très certainement devoir affronter une hausse relativement conséquente des frais facturés par les dépositaires. En effet, imposer de telles missions de contrôle aux dépositaire va nécessairement impliquer des frais supplémentaires que ces derniers ne sont pas prêts à supporter. Il y a également fort à parier que les gestionnaires tenteront de répercuter ces frais sur les investisseurs mais seront bridés dans cet élan par le jeu de la concurrence née des nouveaux dispositifs évoqués en première partie.

D'autre part, ces nouvelles dispositions vont entraîner un rééquilibrage dans le pouvoir de négociation entre les sociétés de gestion et les dépositaires. En effet, aujourd'hui il y a une forte concurrence entre les principaux dépositaires (par exemple Caceis, Société Générale Securities Services et BNP Paribas Securities Services en France) afin de capter des clients parmi les principales sociétés de gestion, relativement peu nombreuses. Pour ne pas perdre de

gros clients certains dépositaires pourraient éventuellement se permettre d'être un peu plus laxistes sur leur devoir de contrôle, aussi restreint soit-il à l'heure actuelle. Avec les nouvelles dispositions, plus qu'une obligation, les dépositaires se verraient confié un véritable pouvoir. Un pouvoir qu'ils auront la possibilité de facturer et auquel les sociétés de gestion seront soumises. D'autant que toute négociation ou arrangement sera impossible car une mauvaise exécution de sa mission de contrôle pourra entraîner la responsabilité du dépositaire directement envers les investisseurs de l'OPCVM⁷⁷. Si ce dernier point ne change pas par rapport à l'ancienne version de la Directive OPCVM, il prend ici toute son importance au regard de l'ampleur des nouvelles missions du dépositaire.

En terme de responsabilité la proposition de Directive OPCVM V va encore plus loin, en proposant un nouveau régime de responsabilité du dépositaire en cas de perte des actifs.

(2) Le nouveau régime de responsabilité du dépositaire en cas de perte des actifs

Les affaires Madoff et Lehman Brothers ont permis de mettre à jour la fragilité de la protection des investisseurs de détail face à la perte pure et simple des actifs. Que ce soit en cas de fraude (Madoff) ou en cas de faillite (Lehman Brothers) sous le régime actuel de la Directive OPCVM telle que transposée *a minima* si les actifs sont perdus alors même que l'OPCVM a respecté les termes de son prospectus l'investisseur n'est pas protégé (à moins qu'il ne le soit par des stipulations contractuelles annexes). La Directive OPCVM IV a pourtant inclus la possibilité d'engager la responsabilité des dépositaires en cas de perte des actifs si cela est dû à une inexécution injustifiable ou à une mauvaise exécution de leurs missions⁷⁸. Mais étant donné l'étroitesse de leur mission de contrôle et le fait que dans les deux affaires évoquées précédemment les dépositaires n'avaient commis aucune faute car les stratégies établies dans les prospectus avaient été respectées cette responsabilité sous le régime actuel semble assez limitée.

A cela s'ajoutait que la transposition de la Directive a été extrêmement disparate entre les Etats Membres. Ainsi la France a très vite reconnu une obligation de restitution des actifs en cas de perte même non fautive, dans le cadre de l'affaire Lehman Brothers⁷⁹. L'opposé la Grande Bretagne n'a pas retenue une telle responsabilité à l'encontre des dépositaires nationaux.

⁷⁷ Dernier alinéa du paragraphe 1 de l'Article 24 de la proposition

⁷⁸ Article 24 de la Directive 2009/65/EC

⁷⁹ Cour de Cassation, Chambre Commerciale, 4 mai 2010

C'est pourquoi la Commission a jugé bon de proposer un nouveau régime de responsabilité des dépositaires, uniformisé et renforcé. Elle a visé ainsi à intégrer au premier paragraphe de l'Article 24 une disposition selon laquelle en cas de perte d'instruments financiers conservés « le dépositaire restitue des instruments financiers de type identique ou le montant correspondant à l'OPCVM ». Cela implique donc une obligation de restitution automatique avec pour seule possibilité d'exonération le fait de prouver que la perte « résulte d'un événement extérieur échappant à son contrôle raisonnable et dont les conséquences auraient été inévitables malgré tous les efforts raisonnables déployés pour l'éviter ». Il n'est pas nécessaire de préciser que ni l'affaire Lehman Brothers ni l'affaire Madoff ne pourraient faire l'objet d'une exonération de responsabilité sous ce régime.

Dans une telle situation il serait normalement possible pour le dépositaire de se retourner contre l'OPCVM ou la société de gestion s'il n'avait pas commis de faute de négligence dans son contrôle. Le problème c'est que justement ce contrôle étant très dense selon le projet de Directive OPCVM V il deviendra très difficile aux dépositaire de prouver qu'ils n'ont commis absolument aucune faute.

A cela s'ajouterait également la mise en place d'un nouveau régime de responsabilité du dépositaire dans le cadre d'une délégation de la conservation des actifs. Il est en effet possible pour les dépositaire de délégué leur activité de conservation à un sous-conservateur, notamment dans les cas où il ne leur est pas possible d'assurer la conservation eux-mêmes (pas de branche ou succursale dans le pays où l'OPCVM client investit, la législation locale impose de conserver l'actif sur le territoire national etc.). La Directive OPCVM IV ne traite pas de la sous-délégation alors même que c'est un point important. En effet lorsqu'un OPCM veut investir dans un pays un peu exotique la conservation risque d'être déléguée à un sous-conservateur qui ne présente pas les garanties nécessaire à la protection des investisseurs de détail. Il en est résulté une somme de questions liées à la responsabilité du dépositaire principal en cas de perte des actifs.

Actant ce vide juridique la Commission a proposé à l'Article 24, paragraphe 1, que le dépositaire soit clairement responsable pour la perte des actifs par un sous-conservateur, ceci que le dépositaire principal ait été diligent ou non dans la sélection dudit dépositaire. Il s'agirait d'une responsabilité automatique. On peut alors se poser par exemple la question de savoir si cette responsabilité tient toujours lorsque le choix du sous-conservateur a été imposé ou fortement suggéré par la société de gestion cliente.

Du point de vue des sociétés de gestion ce nouveau régime de responsabilité des dépositaires risque bien d'avoir des conséquences à la fois positives et négatives.

Du côté positif il est à prévoir que les sociétés de gestion vont pouvoir se reposer sur les nouvelles garanties offertes pas les dépositaires pour adopter des stratégies plus risquées et plus rentables. Cela va permettre aux OPCVM d'investir à l'étranger dans des pays un peu plus risquer dans mettre en danger l'épargne de leurs investisseurs et en assurant ainsi un meilleur rendement. Ces nouvelles garanties vont enfin permettre d'attirer plus d'investisseurs, rassurer par la puissance financière des dépositaires garants (en général ce sont de grandes banques).

D'un autre côté ce nouveau régime de responsabilité des dépositaire risque d'être facturé au prix fort. La garantie offerte ne va pas être gratuite et ceci va se ressentir au final sur les investisseurs.

C'est donc une évolution en demi-teinte qui peut soit verser dans l'augmentation des frais pure et simple et donc à terme la baisse du nombre d'investisseurs, soit engendrer un cercle vertueux d'investissements à plus hauts rendements (permettant de s'acquitter desdits frais) couverts par la garantie des dépositaires.

S'il s'avérait que l'ensemble de ces nouvelles dispositions en termes de gestion des risques de responsabilité et d'encadrement de l'activité des sociétés de gestion venait à trop augmenter les frais chargés aux investisseurs et diminuer le rendement il serait alors probable qu'une bonne partie de la clientèle des OPCVM en viendraient à se reporter sur ce qui est en passe de devenir le nouveau label européen de fonds mariant rentabilité et protection : les fonds AIFM. Il est encore trop tôt pour en juger, d'autant que le label OPCVM tel que revisité par OPCVM V a encore tout à démontrer et que la Commission commence déjà à préparer un sixième volet à la saga OPCVM.

Key Investor Information

This document provides you with key investor information about this fund. It is not marketing material. The information is required by law to help you understand the nature and the risks of investing in this fund. You are advised to read it so you can make an informed decision about whether to invest.

123 Fund, a sub-fund of ABC Fund SICAV (ISIN: 4321) This fund is managed by ABC Fund Managers Ltd, part of the XYZ group of companies								
Objectives and Investment Policy								
<p>Joint description of the objectives and policy of the UCITS in plain language (it is suggested not to copy-out the prospectus)</p> <p>Essential features of the product which a typical investor should know:</p> <ul style="list-style-type: none"> main categories of eligible financial instruments that are the object of investment a statement that the investor may redeem units on demand, and how frequently units are dealt in whether the UCITS has a particular target in relation to any industrial, geographic or other market sectors or specific classes of assets whether discretionary choices regarding particular investments are allowed, and whether the fund refers to a benchmark and if so which one a statement of whether any income arising from the fund is distributed or reinvested 	<p>Other information if relevant, such as:</p> <ul style="list-style-type: none"> what type of debt securities the UCITS invests in information regarding any pre-determined pay off and the factors expected to determine performance if choice of assets is guided by growth, value or high dividends how use of hedging / arbitrage / leverage techniques may determine the fund's performance that portfolio transaction costs will have a material impact on performance minimum recommended holding term 							
Risk and Reward Profile								
<p>← Lower risk Typically lower rewards</p> <p>Higher risk Typically higher rewards →</p> <table border="1"> <tr> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> <td>5</td> <td>6</td> <td>7</td> </tr> </table> <p>Narrative explanation of the indicator and its main limitations:</p> <ul style="list-style-type: none"> Historical data may not be a reliable indication for the future Risk category shown is not guaranteed and may shift over time The lowest category does not mean 'risk free' Why the fund is in its specific category Details of nature, timing and extent of any capital guarantee or protection 	1	2	3	4	5	6	7	<p>Narrative presentation of risks materially relevant to the fund which are not adequately captured by the indicator:</p> <ul style="list-style-type: none"> Credit risk, where a significant level of investment is made in debt securities Liquidity risk, where a significant level of investment is made in financial instruments that are likely to have a low level of liquidity in some circumstances Counterparty risk, where a fund is backed by a guarantee from, or has material investment exposure through contracts with, a third party Operational risks including safekeeping of assets Impact of any techniques such as derivative contracts
1	2	3	4	5	6	7		

Charges for this Fund

The charges you pay are used to pay the costs of running the fund, including the costs of marketing and distributing it. These charges reduce the potential growth of your investment.

One-off charges taken before or after you invest	
Entry charge	[]%
Exit charge	[]%
This is the maximum that might be taken out of your money [before it is invested][before the proceeds of your investment are paid out].	
Charges taken from the fund over a year	
Ongoing charges	[]%
Charges taken from the fund under certain specific conditions	
Performance fee	[]% a year of any returns the fund achieves above the benchmark for these fees, [insert name of benchmark].

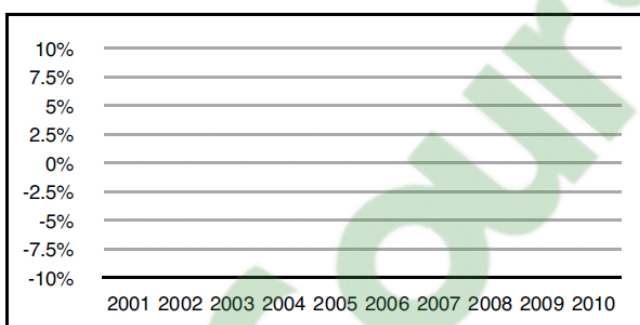
The **entry** and **exit charges** shown are maximum figures. In some cases you might pay less - you can find this out from your financial adviser.

The **ongoing charges** figure is based on expenses for the year ending []. This figure may vary from year to year. It excludes:

- Performance fees
- Portfolio transaction costs, except in the case of an entry/exit charge paid by the UCITS when buying or selling units in another collective investment undertaking

For more information about charges, please [see pages x to x / section x] of the fund's prospectus, which is available at www.ucitsfund/prospectus

Past Performance



The chart will be supplemented with prominent statements which:

- warn about its limited value as a guide to future performance
- indicate briefly which charges have been included or excluded
- state the year when the fund started to issue units
- indicate the currency in which past performance has been calculated.

Practical Information

- Name of the depositary
- Where and how to obtain further information about the UCITS (prospectus, reports & accounts)
- Where and how to obtain other practical information (e.g. where to find latest unit prices)
- A statement that tax legislation of the fund's Home State may have an impact on the personal tax position of the investor
- A statement that "[Name of management company] may be held liable solely on the basis of any statement contained in this document that is misleading, inaccurate or inconsistent with the relevant parts of the prospectus for the fund"
- Specific information relating to umbrella funds (e.g. any switching rights between sub-funds)
- Information about other share classes, if applicable (KII may be based on a representative class)

This fund is authorised in [name of Member State] and regulated by [identity of competent authority].

[Name of management company] is authorised in [name of Member state] on and regulated by [identity of competent authority].]

This key investor information is accurate as at [the date of publication].

Annexe 2: Modèle de lettre de notification

ANNEXE I

LETTRE DE NOTIFICATION

[Article 1^{er} du règlement (UE) n° 584/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la forme et le contenu de la lettre de notification normalisée et de l'attestation OPCVM, l'utilisation des communications électroniques entre autorités compétentes aux fins de la notification, ainsi que les procédures relatives aux vérifications sur place et aux enquêtes et à l'échange d'informations entre autorités compétentes (JO L 176 du 10.7.2010, p. 16)]

DÉCLARATION D'INTENTION DE COMMERCIALISER LES PARTS D'UN OPCVM

À/AU(X)/EN _____
(État membre d'accueil)

PARTIE A

Nom de l'OPCVM: _____

État membre d'origine de l'OPCVM: _____

Forme juridique de l'OPCVM (cocher la case appropriée):

fonds commun de placement

unit trust

société d'investissement

L'OPCVM a-t-il des compartiments? Oui/Non

Nom de l'OPCVM et/ou des compartiments qui seront commercialisés dans l'État membre d'accueil	Nom des catégories d'actions qui seront commercialisées dans l'État membre d'accueil (1)	Durée d'existence prévue (2)	Codes numériques (3)

(1) Si l'OPCVM a l'intention de commercialiser uniquement certaines catégories d'actions, il doit indiquer uniquement ces catégories.

(2) Le cas échéant.

(3) Le cas échéant (codes ISIN par exemple).

Nom de la société de gestion/société d'investissement autogérée:

Coordonnées du site web de la société de gestion: _____

Adresse et siège statutaire (ou domicile) s'il diffère de l'adresse:

Coordonnées du site web de la société de gestion: _____

Personne de contact au sein de la société de gestion:

Nom et fonction: _____

Numéro de téléphone: _____

Adresse électronique: _____

Numéro de fax _____

Durée d'existence prévue de la société, le cas échéant: _____

Activités de la société de gestion dans l'État membre d'accueil de l'OPCVM:

Informations supplémentaires sur l'OPCVM (si nécessaire):

Annexes:

(1) Dernière version du règlement du fonds ou des documents constitutifs, traduite si nécessaire conformément à l'article 94, paragraphe 1, point c), de la directive 2009/65/CE.

(Intitulé du document ou nom du fichier électronique joint)

(2) Dernière version du prospectus, traduite si nécessaire conformément à l'article 94, paragraphe 1, point c), de la directive 2009/65/CE.

(Intitulé du document ou nom du fichier électronique joint)

(3) Dernière version du document d'information clé pour l'investisseur, traduite si nécessaire conformément à l'article 94, paragraphe 1, point b), de la directive 2009/65/CE.

(Intitulé du document ou nom du fichier électronique joint)



(4) Dernier rapport annuel publié et, le cas échéant, rapport semestriel publié ultérieurement, traduits si nécessaire conformément à l'article 94, paragraphe 1, point c), de la directive 2009/65/CE.

(Intitulé du document ou nom du fichier électronique joint)

Note:

Les dernières versions en date des documents demandés ci-dessus doivent être jointes à la présente lettre pour transmission par les autorités compétentes de l'État membre d'origine de l'OPCVM, même si elles ont déjà été fournies à cette autorité. Si certains des documents ont déjà été envoyés aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil de l'OPCVM et sont encore valables, la lettre de notification peut mentionner ce fait.

Indiquez l'adresse où les dernières versions électroniques des pièces jointes pourront être obtenues à l'avenir:

PARTIE B

Les informations suivantes sont fournies conformément à la législation et à la réglementation nationales de l'État membre d'accueil de l'OPCVM en matière de commercialisation des parts d'un OPCVM dans cet État membre.

L'OPCVM consulera le site web des autorités compétentes de chaque État membre concerné pour obtenir des détails sur les informations à fournir dans la présente section. Une liste de sites web utiles est disponible à l'adresse www.cesr.eu

1. Modalités de commercialisation des parts de l'OPCVM

Les parts de l'OPCVM/parts de compartiments de l'OPCVM seront commercialisées par:

- la société de gestion qui gère l'OPCVM
- une autre société de gestion agréée conformément à la directive 2009/65/CE
- des établissements de crédit
- des sociétés d'investissement ou des conseillers agréés
- d'autres entités

(1) _____

(2) _____

(3) _____

2. Dispositions pour la mise à disposition de services aux porteurs de parts conformément à l'article 92 de la directive 2009/65/CE

Coordonnées de l'agent payeur (le cas échéant):

Nom: _____

Forme juridique: _____

Siège statutaire: _____

Adresse pour la correspondance (si différente): _____

Coordonnées de toute autre personne auprès de laquelle les investisseurs peuvent obtenir des informations et de la documentation:

Nom: _____

Adresse: _____

Moyens par lesquels l'émission, la vente, le rachat ou le remboursement des parts de l'OPCVM seront rendus publics:

3. Autres informations demandées par les autorités compétentes de l'État membre d'accueil conformément à l'article 91, paragraphe 3, de la directive 2009/65/CE

Joindre (si demandé par l'État membre d'accueil de l'OPCVM):

- le détail des informations supplémentaires à communiquer aux porteurs de parts ou à leurs agents;
- le cas échéant, le détail des dérogations aux règles ou exigences applicables dans l'État membre d'accueil de l'OPCVM en ce qui concerne les modalités de commercialisation de l'OPCVM, une catégorie d'actions particulière ou une catégorie d'investisseurs et dont l'OPCVM fait usage:

Si l'État membre d'accueil de l'OPCVM l'exige, la preuve du versement dû aux autorités compétentes de l'État membre d'accueil:

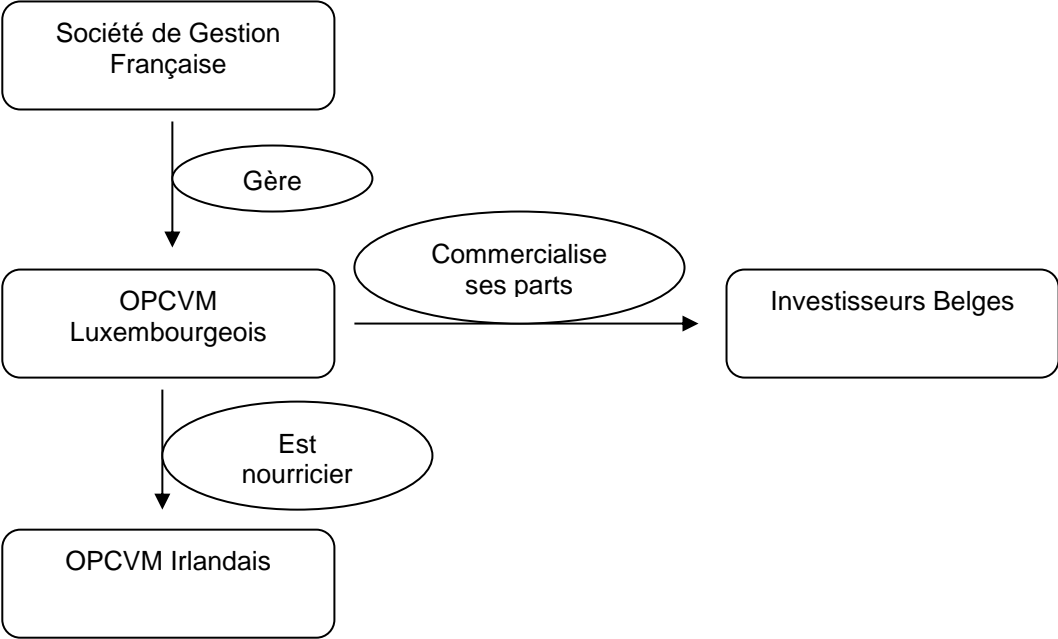
PARTIE C

Confirmation par l'OPCVM

Nous confirmons que les documents joints à la présente lettre de notification contiennent toutes les informations pertinentes prévues par la directive 2009/65/CE. Le texte de chacun des documents est identique à celui soumis antérieurement aux autorités compétentes de l'État membre d'origine, ou en est une traduction fidèle.

(La lettre de notification doit être signée par une personne autorisée à signer au nom de l'OPCVM ou par une tierce personne mandatée par écrit pour agir au nom de l'OPCVM qui procède à la notification, d'une manière que les autorités compétentes de l'État membre d'origine de l'OPCVM acceptent pour la certification de documents. La personne qui signe doit indiquer ses nom, prénom et qualité et dater le document de confirmation.)

Annexe 3 : Schéma des nouvelles structures transfrontalières





**THE EUROPEAN INVESTMENT FUND INDUSTRY AT END-DECEMBER 2012
NUMBER OF FUNDS AND NET ASSETS OF "UCITS" AND "NON-UCITS" (MIO EURO & US\$)**



31.12.2012	Overall Fund Industry		UCITS Market (1)		Non-UCITS Market	
	Total Number of funds	Net assets in mio euro / in mio US \$	Total Number of funds	Net assets in mio euro / in mio US \$	Total Number of funds	Net assets in mio euro / in mio US \$
Austria	2 188	147 818	1 349	76 685	819	68 233
Belgium	1 704	87 298	1 873	80 339	31	8 958
Bulgaria	97	250	98	247	1	2
Czech Republic	112	4 588	109	4 488	3	92
Denmark	859	184 434	503	78 653	366	85 782
Finland	507	66 335	375	56 075	132	10 260
France	11 892	1 505 731	7 392	1 118 481	4 300	389 250
Germany	5 928	1 285 527	2 059	248 325	3 869	1 037 202
Greece	212	6 703	206	4 827	6	1 776
Hungary	523	11 675	245	7 394	278	4 281
Ireland	5 306	1 227 425	3 187	987 562	2 138	256 864
Italy	940	190 482	800	137 729	340	52 783
Liechtenstein	827	27 713	557	24 316	270	3 387
Luxembourg	13 420	2 383 828	9 435	2 002 398	3 985	381 428
Malta	564	9 720	54	2 299	510	7 421
Netherlands	805	68 577	497	57 712	108	10 885
Norway	404	74 838	404	74 838	0	0
Poland	704	35 795	279	18 818	425	15 979
Portugal	527	23 741	174	6 001	353	17 739
Romania	89	3 432	63	1 983	26	1 450
Slovakia	80	3 751	65	3 158	15	1 358
Slovenia	134	1 828	134	1 828	0	0
Spain	2 405	150 386	2 349	144 678	56	5 388
Sweden	546	172 471	527	188 300	19	4 171
Switzerland	853	297 270	607	235 476	186	61 794
Turkey	403	22 863	356	12 495	47	10 188
United Kingdom	2 859	989 636	2 037	758 863	822	210 973
TOTAL	54 467	8 543 900	35 372	6 295 307	19 095	2 648 593
TOTAL EU	51 980	8 521 418	33 398	6 248 184	18 582	2 573 234
						3 395 125

(1) In the sense of publicly offered open-end investment funds (transferable securities and money market instruments).

Source: EFAMA

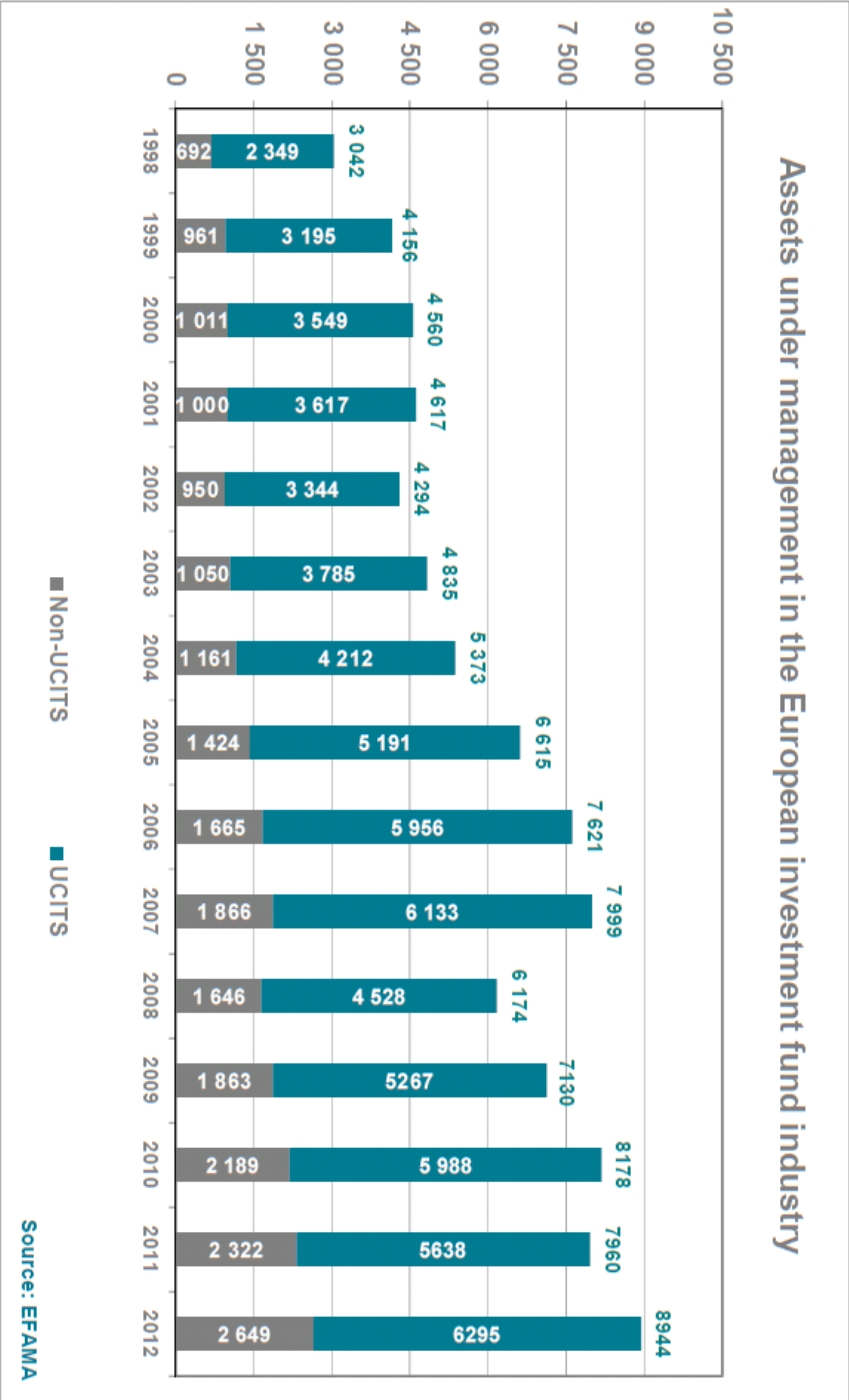
08/04/2013



Net Assets of European Investment Funds DECEMBER 2012



In billions of euros



SOURCES

- Textes

- DIRECTIVE 2009/65/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
- Mesures d'exécution de la Directive 2009/65/CE :
 - Règlement (UE) no 583/2010 de la Commission du 1er juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site web
 - Règlement (UE) no 584/2010 de la Commission du 1er juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la forme et le contenu de la lettre de notification normalisée et de l'attestation OPCVM, l'utilisation des communications électroniques entre autorités compétentes aux fins de la notification, ainsi que les procédures relatives aux vérifications sur place et aux enquêtes et à l'échange d'informations entre autorités compétentes
 - Directive 2010/42/UE de la Commission du 1er juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne certaines dispositions relatives aux fusions de fonds, aux structures maître-nourricier et à la procédure de notification
 - Directive 2010/43/UE de la Commission du 1er juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion

Propositions et consultations publiques de la Commission Européenne :

- Proposition de directive visant à amender la Directive 2009/65/EC : le 3 Juillet 2012 la Commission a adopté une proposition de directive visant à amender la Directive 2009/65/EC par rapport aux fonctions de dépositaire, aux pratiques de rémunération et au régime de sanctions (UCITS V)

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/summary_of_responses_en.pdf

Communiqués de presse CE :

http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-515_en.htm

- AMF

Principaux communiqués de presse AMF

- 26 octobre 2012 : l'Autorité des marchés financiers a proposé de procéder à une série de modifications du livre III et du livre IV de son règlement général. Par arrêté du 15 octobre 2012 publié au Journal officiel du 25 octobre, le ministre de l'économie et des finances a homologué ces nouvelles dispositions.
- 23 décembre 2011 : publication du Guide des documents réglementaires des OPCVM et OPCI (à voir)
- 21 décembre 2011 : Finalisation de la transposition de la directive OPCVM IV : publication des instructions AMF

Règlement de l'AMF

- Livre III
- Livre IV

Instructions de l'AMF

- Instruction AMF N°2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI1 et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM coordonnés français et des OPCVM coordonnés étrangers commercialisés en France
- Instruction AMF N°2012-06 : Modalités de déclaration, de modifications, à l'établissement d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM déclarés réservés à certains investisseurs

- Revue Droit Bancaire et Financier

Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2010

- ❖ Directive OPCVM IV – Disparition du prospectus simplifié – Document clé d'information (KID), commentaire par Michel STORCK, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2010, comm. 31 :
- ❖ Directive OPCVM IV – Passeport des sociétés de gestion, commentaire par Isabelle RIASSETTO, revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2010, comm. 30
- ❖ Directive OPCVM IV – Passeport des OPCVM, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2010, comm. 29
- ❖ Directive OPCVM IV – Présentation, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2010, comm. 28 :

Revue de Droit bancaire et financier n° 2, Mars 2010

- ❖ Directive OPCVM IV – OPCVM Maîtres et nourriciers, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 2, Mars 2010, comm. 76

- ❖ Directive OPCVM IV – Fusions à caractère transfrontalier, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 2, Mars 2010, comm. 75

Revue de Droit bancaire et financier n° 4, Juillet 2010, comm. 161

- ❖ Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 4, Juillet 2010, comm. 161

Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2010

- ❖ Mesures d'exécution de la directive OPCVM IV, commentaire par Isabelle RIASSETTO Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2010, comm. 195 :

Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2011

- ❖ Passage du prospectus simplifié au document d'information clé (calendrier), commentaire par Michel STORCK, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2011, comm. 30

- ❖ Controverse autour des obligations du dépositaire, étude par Antoine MAFFEI, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2011, étude 8

- ❖ Une réglementation rénovée : les directives UCITS, étude par Stephane PUEL et Emilie ROGÉY, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2011, étude 7

Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2011

- ❖ L'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 et les dépositaires d'OPCVM, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 5, Septembre 2011, comm. 178

Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2012

- ❖ Finalisation de la transposition de la directive OPCVM IV, commentaire par Michel STORCK, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2012, comm. 29,

Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2012

- ❖ Proposition de directive OPCVM V : quels changements pour le dépositaire ?, commentaire par Isabelle RIASSETTO, Revue de Droit bancaire et financier n° 6, Novembre 2012, comm. 201

- Répertoires Dalloz

- ❖ RTD Com. 2010 p. 167, Réglementation financière. Directive OPCVM IV, Réglementation financière. Directive OPCVM IV par Michel Storck - 15/03/2010

- Sites internet/articles

<http://www.kpmg.com/lu/en/issuesandinsights/articlespublications/pages/ucitsv.aspx>

<http://www.farrer.co.uk/News/Briefings/UCITS-V-and-UCITS-VI--Where-are-we/>

http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-515_en.htm

http://www.aima.org/objects_store/ucits_v_-_position_paper.pdf

<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/69929/newsflash-ucits-v-und-ucits-vi>