

**Réponse de l'AFG à la  
Consultation publique sur l'ordonnance portant transposition de la directive  
n°2009/65/CE du 13 juillet 2009 (directive « OPCVM IV ») et modifications du  
cadre juridique relatif aux Organismes de Placement Collectif**

## SOMMAIRE

|   |                 |
|---|-----------------|
| <b><u>I. Les éléments de sur-transposition .....</u></b>  | <b><u>2</u></b> |
| A. L'interdiction des ventes à découvert (R 214-26).....  | 2               |
| B. Les extensions de la directive aux produits non concernés .....  | 3               |
| C. Autres éléments de sur-transposition .....   | 3               |
| 1. Le régime des OPCVM nourriciers .....  | 3               |
| 2. Mesures diverses .....   | 3               |
| <b><u>II. Les problèmes soulevés par le réajustement du ratio dérogatoire .....</u></b>                                       | <b><u>4</u></b> |
| A. Les OPCVM coordonnés : la nécessité d'une période transitoire appropriée .....   | 4               |
| B. Les OPCVM non coordonnés : le refus d'une extension injustifiée.....   | 4               |
| <b><u>III. Les attributions octroyées à l'AMF .....</u></b>   | <b><u>5</u></b> |
| A. Le contrôle de la commercialisation .....  | 5               |
| B. L'encadrement du fonctionnement des OPCVM.....   | 5               |
| <b><u>IV. Cohérence et clarification du texte .....</u></b>   | <b><u>5</u></b> |
| A. Mise en cohérence du texte .....   | 5               |
| B. Clarification sur les documents réglementaires .....   | 5               |
| <b><u>V. Approfondissements et précisions demandés .....</u></b>  | <b><u>6</u></b> |
| A. Inéligibilité des CDS sur « loans » (art. R 214-16).....   | 6               |
| B. Eligibilité des billets à ordre et des titres de créances négociables.....   | 6               |
| C. Eligibilité des titres de créances négociables .....   | 7               |
| D. Ratio de 30% .....   | 7               |
| E. Maître-nourricier .....  | 7               |
| F. Etablissement des DICI en langue anglaise pour des fonds français commercialisés auprès<br>d'investisseurs étrangers ..... | 7               |
| <b><u>VI. Demandes complémentaires de l'AFG .....</u></b>   | <b><u>8</u></b> |

Vous trouverez ci-joint la réponse de l'AFG à la consultation publique relative à la transposition de la directive N°2009/65/CE du 13 juillet 2009 et aux mesures relatives aux OPCVM coordonnés.

*L'AFG se félicite de ce texte qui prend en compte la plupart des mesures préconisées dans le cadre du Haut Comité de Place et répond ainsi aux exigences à la fois de transposition littérale et rapide de la directive et d'amélioration de la compétitivité des fonds de droit français. Elle salue les efforts*

menés par la Direction Générale du Trésor et par l’Autorité des Marchés Financiers pour traduire ces objectifs, et ce dans un souci constant de concertation avec les professionnels.

Toutefois, nous appelons l’attention des pouvoirs publics sur certaines propositions susceptibles d’aller à l’encontre de ces objectifs. Nos inquiétudes portent en particulier sur les points suivants :

- des éléments de sur-transposition relatifs notamment à l’interdiction des ventes à découvert et à de nombreuses extensions aux fonds non coordonnés de dispositions ne concernant que les fonds coordonnés ;
- le traitement du ratio dérogatoire nécessitant une période transitoire appropriée pour les fonds coordonnés et excluant toute extension aux fonds non coordonnés ;
- une habilitation trop large donnée par la loi à l’AMF s’agissant de ses pouvoirs sur les OPC et sur les sociétés de gestion.

La présente note détaille ces préoccupations. Elle développe également d’autres points sur lesquels nous attendons des précisions ou aménagements de la part des pouvoirs publics.

Elle est accompagnée (i) d’un commentaire par article (document plus court et plus lisible que les tableaux commentés) ; (ii) des tableaux mis en consultation augmentés de nos commentaires (lesquels commentaires sont les mêmes que le précédent document) ; (iii) ainsi que le livre II partie législative ré-agencé selon nos propositions. Ces documents sont accompagnés de règles de lecture.

Nous sommes bien évidemment à la disposition des autorités pour discuter de chacun de ces points, en tenant compte des contraintes de calendrier, auxquelles nous adhérons.

\* \* \*

## **I. Les éléments de sur-transposition**

Au-delà de la question de principe sur le respect de l’engagement pris dans le rapport OPCVM IV publié par l’AMF en juillet 2010 et dans celui remis à Christine Lagarde dans le cadre du HCP en octobre dernier, nous rappelons que chaque élément de sur-transposition est susceptible de créer (i) de la confusion parmi les investisseurs, notamment en créant des règles françaises différentes du reste de l’Europe, (ii) de l’insécurité juridique pour tous les acteurs, (iii) des coûts supplémentaires (systèmes d’information, mise en conformité…) pour les sociétés de gestion et autres prestataires, (iv) des contraintes nouvelles ne portant que sur les OPC sans viser les autres produits d’épargne, (v) au total, des désavantages concurrentiels pour l’industrie française de la gestion.

### **A. L’interdiction des ventes à découvert (R 214-26)**

La version française de la directive interdit aux OPCVM les ventes à découvert. Nous rappelons que cette traduction de la directive est inexacte. En effet, la version anglaise de la directive vise en fait à interdire uniquement les ventes à découvert à nu. Nous demandons donc que le texte de transposition soit bien conforme à l’esprit du législateur européen, en ne visant que l’interdiction des ventes à découvert à nu.

## **B. Les extensions de la directive aux produits non concernés**

L'AFG s'inquiète de l'extension aux fonds non coordonnés voire aux mandats de mesures prévues par la directive pour les seuls fonds coordonnés.

Ainsi nous ne comprenons pas l'extension du régime de suivi des risques sur les contrats financiers, sans justification particulière. Ce régime tel qu'il est prévu dans la directive OPCVM ne concerne que les OPCVM coordonnés. La transposition de ce mécanisme aux articles L 533-2-1 et L 533-2-2 soumet l'ensemble des portefeuilles des SGP (OPCVM coordonnés, OPCVM non coordonnés et mandats individuels) à un formalisme nouveau. Cette contrainte ne portera que sur les sociétés de gestion de portefeuille et non pas sur l'ensemble des établissements habilités à fournir le service d'investissement de gestion de portefeuille (mandat de gestion). Nous rappelons de surcroît que les mandats sont déjà encadrés par des règles issues de la transposition de la directive MIF. Pour les OPCVM non coordonnés, nous sommes encore en attente de la finalisation des mesures de niveau II de la directive AIFM. Enfin, au-delà de cette préoccupation, nous souhaitons qu'en tout état de cause, cette obligation de reporting pour les fonds coordonnés soit appliquée de manière appropriée qu'il s'agisse de la nature et de la fréquence de ce reporting. De ce point de vue, un reporting annuel globalisant l'ensemble des contrats utilisés et axé davantage sur la méthodologie que sur le détail chiffré serait mieux à même de répondre au souci de « *smart regulation* ». En tout état de cause il est indispensable que les modalités et contraintes du mécanisme n'aillent pas au delà des exigences prévues par l'article 45 de la directive 2010/65.

De la même manière, le régime limitant l'influence notable des sociétés de gestion (L 214-6) sur les émetteurs détenus via les OPCVM ne doit en aucun cas être étendue aux OPCVM non coordonnés. Il serait d'autant plus surprenant de créer cette contrainte pour les SGP françaises que la directive AIFM prévoit déjà des mécanismes de déclaration de franchissements de seuils qui se chevaucheront alors avec la notion d'influence notable.

## **C. Autres éléments de sur-transposition**

Nous attirons l'attention sur différents points du texte qui nous paraissent brider les options ouvertes par la directive aux sociétés de gestion :

### **1. Le régime des OPCVM nourriciers**

La transposition oublie un certain nombre de dérogations pourtant ouvertes par la directive au profit des OPCVM nourriciers :

- ⇒ La possibilité de créer un nourricier avec un maître qui détient lui même plus de 10% de d'OPCVM ;
- ⇒ La possibilité de créer un OPCVM nourricier ayant une emprise supérieure à 25% sur le capital de son maître.

Ces 2 options sont visées par l'article 58-1 de la directive mais ne sont pas reprises dans la proposition en consultation (article R 214-32). Cet oubli sera très préjudiciable aux futurs montages maître / nourriciers. Il est d'autant plus dommage de se priver de ces possibilités que les pouvoirs publics ont par ailleurs bien compris l'enjeu stratégique relatif à la domiciliation en France des fonds maîtres.

### **2. Mesures diverses**

Parmi différentes mesures ajoutant des contraintes spécifiques aux sociétés de gestion françaises, nous attirons l'attention sur les dispositions du texte qui anticipent parfois des dispositions à venir

d'ESMA ou des modifications de définitions qui aboutissent finalement à réduire le champ d'action des OPCVM français.

Par ailleurs, nous rappelons notre préoccupation sur la portée et l'applicabilité de la contrainte rajoutée par les textes français d'une contrainte de respect « à tout moment » des ratios (art. R 214-29). Cette expression ne figure pas dans la directive, et met en place une présomption très contraignante pour les SGP françaises. Elle doit donc être retirée.

Enfin, nous appelons votre attention sur un autre élément de sur-transposition à l'article L 214-43 : le principe d'utilisation de la langue française ne doit porter que sur le DICI, conformément à l'article 94 de la directive. La logique de la directive est bien que le prospectus puisse être rédigé dans une seule langue, l'anglais (« langue usuelle dans la sphère financière internationale »), et n'a pas besoin d'être traduit en langue « locale », tandis que les DICI doivent, eux, être traduits en langue locale, dans le souci de la bonne information des investisseurs. Il y a là un enjeu important de compétitivité de la place de Paris.

## **II. Les problèmes soulevés par le réajustement du ratio dérogatoire**

### ***A. Les OPCVM coordonnés : la nécessité d'une période transitoire appropriée***

Les autorités françaises souhaitent profiter de la transposition pour réajuster le contenu du ratio dérogatoire de 10%. Ainsi que nous l'avons souligné à différentes reprises, ce réajustement doit être mené de manière à ne pas pénaliser les sociétés de gestion et leurs porteurs qui jusqu'à aujourd'hui n'ont fait qu'appliquer à la lettre les textes législatifs et réglementaires français. Il est donc crucial que cette mise en conformité se fasse avec les délais nécessaires pour que les actifs concernés puissent être sortis des portefeuilles sans créer de préjudices pour les porteurs finaux, en termes de valeur des parts ou actions détenus ou sur le plan fiscal.

Nous rappelons notre proposition d'une période transitoire d'au moins un an, en vous confirmant également que des travaux sont en cours pour déterminer plus précisément en fonction des actifs concernés, quelles seront les contraintes de dégageement de ses actifs et donc la nécessité d'allonger cette période pour certains types de fonds. Enfin, nous invitons les pouvoirs publics, dans le cadre du projet annoncé de directive UCITS V, à s'interroger sur le fondement même de cette restriction

### ***B. Les OPCVM non coordonnés : le refus d'une extension injustifiée***

Si le retrait de la plupart des actifs éligibles au ratio poubelle des OPCVM coordonnés se justifie par des règles européennes, cette opération est totalement incompréhensible pour les OPCVM non coordonnés, la France restant totalement libre de fixer les règles d'investissement de ces produits.

L'argument qui aurait été avancé sur d'éventuels « effets de bord » n'a été étayé par aucun élément précis. Il serait du reste de peu de portée au regard du risque – celui-ci bien réel et d'ailleurs bien compris dans les rapports AMF et HCP – que la multiplication de contraintes sur les seuls fonds de droit français rend l'offre de fonds français de moins en moins attrayante.

Les actifs éligibles tels qu'ils sont actuellement définis à l'article R 214-5 doivent donc être intégralement repris pour l'ensemble des OPCVM non coordonnés, qui ne se limitent pas aux seuls ARIAS.

### **III. Les attributions octroyées à l'AMF**

#### **A. *Le contrôle de la commercialisation***

Le projet octroie à l'AMF des compétences très larges sur la commercialisation des OPCVM (art. L 214-43). Or, le rapport OPCVM IV précité avait notamment souligné la nécessité d'une égalité de traitement entre les produits financiers sur le plan de la commercialisation. A l'évidence, la proposition intégrée à l'article L 214-43 encadre fortement l'information et la commercialisation des OPCVM exclusivement. L'AFG ne peut accepter une telle distorsion de concurrence, sans que l'on comprenne ce qui motive cet encadrement renforcé des OPCVM.

#### **B. *L'encadrement du fonctionnement des OPCVM***

Nous sommes également inquiets de l'extension très large, apparaissant dans le livre VI relatif à l'AMF (art. L 621-7 V) et prévoyant que celle-ci détermine « les règles de fonctionnement » des OPC. Nous souhaitons que cet encadrement soit limité aux cas où le COMOFI donne expressément mandat à l'AMF pour produire de la réglementation (par exemple sur le calcul du risque global, etc.).

### **IV. Cohérence et clarification du texte**

#### **A. *Mise en cohérence du texte***

Outre des corrections de renvois et divers oublis (*cf. notre annexe relative aux tableaux de consultation commentés*), l'AFG insiste sur la nécessité de proposer aux acteurs et aux investisseurs un corps de texte cohérent et le plus lisible possible. La complexité des textes, et leurs multiples imbrications imposent l'utilisation d'une terminologie la plus précise possible afin de limiter le plus possible des incertitudes d'interprétation (par exemple, la notion de fonds d'investissement de droit étranger / celle d'OPC).

Enfin, la partie législative du Livre II relatif aux produits ne nous paraît pas forcément très lisible du fait du mélange dans les paragraphes 3 et 4 des dispositions relatives aux SICAV et aux FCP. Une ventilation de ces paragraphes en « dispositions communes », en « dispositions propres aux SICAV » et en « dispositions propres aux FCP » ajouterait de la cohérence au dispositif (*cf. notre annexe formulant des propositions en matière d'architecture de certaines parties du code*).

Par ailleurs, en termes de cohérence, nous appelons l'attention sur la nécessité de veiller, en tant que de besoin, à la mise en cohérence d'autres codes avec ce qui sera introduit dans le COMOFI. Sans avoir pu mener d'étude exhaustive sur les incidences sur d'autres textes, nous pensons en particulier au code des assurances (*cf. notamment article R 332-2 du code des assurances sur les engagements réglementés ; articles R 131-1 et suivants sur les unités de compte*).

#### **B. *Clarification sur les documents réglementaires***

L'AFG propose une indispensable clarification sur les documents réglementaires que doivent établir les OPCVM.

En effet, aux termes de la directive, l'OPCVM doit établir :

- ⇒ un DICI dont la portée juridique est prévue par la directive (article 79 de la directive) et le contenu imposé par un règlement européen ;
- ⇒ un prospectus ;
- ⇒ des documents constitutifs (statuts ou règlement)

A ces documents « permanents » s'ajoutent un rapport annuel et un rapport semestriel.

La directive précise par ailleurs que les documents constitutifs font partie intégrante du prospectus et y sont annexés.

La proposition de transposition ne fait pas sortir clairement ces différents éléments, utiles à la fois pour la bonne compréhension des investisseurs et pour la sécurité juridique de tous : le DICI n'est ainsi pas cité dans les éléments d'information donnés à l'investisseur, alors que tous les autres documents sont cités. Pourtant, compte tenu de l'importance que le législateur européen a voulu donner à ce document clair, précis et concis pour la bonne information des investisseurs, une accroche législative, rappelant que le contenu est fixé par un règlement européen nous paraît indispensable. Cette accroche aurait également le mérite de prévenir d'éventuelles incertitudes jurisprudentielles le jour où des tribunaux seraient amenés à statuer sur la nature et la portée du DICI. Il y a donc un impératif de cohérence, de clarté pour les investisseurs et de sécurité juridique pour tous à citer le DICI dans la partie législative au même titre que les autres documents à l'attention des investisseurs.

De plus, les documents constitutifs n'apparaissent pas clairement comme faisant partie intégrante du prospectus. Ils sont cités au cas par cas dans certains articles dans des mentions telles que « *le prospectus comprenant les statuts ou le règlement* ». Une telle mention ne nous paraît pas clairement définir la structure de ces éléments.

Nous proposons donc de clarifier ces éléments par une réécriture de l'article L 214-33 (*cf. documents joints*).

## **V. Approfondissements et précisions demandés**

### **A. Inéligibilité des CDS sur « loans » (art. R 214-16)**

Le texte nous semble conduire à une impossibilité pour un OPCVM de conclure des CDS sur *loans*. La directive « actifs éligibles » paraît comporter une incertitude s'agissant de l'éligibilité des CDS à l'actif des fonds coordonnés mais nous souhaitons qu'à tout le moins, cette interdiction ne soit pas retenue pour les OPCVM non coordonnés.

Nous comprenons que l'AMF doit étudier, dans les meilleurs délais, si les avis CESR relatifs à la directive « actifs éligibles » mentionnent explicitement l'absence de restrictions sur les actifs de références (par opposition aux actifs livrables).

### **B. Eligibilité des billets à ordre et des titres de créances négociables**

Nous avons bien noté que les billets à ordre ne sont plus expressément cités dans le ratio dérogatoire des OPCVM coordonnés. Toutefois, nous attirons l'attention sur le fait que le CESR

dans son avis de 2007 (et dans sa version actualisée de 2008) permet d'assimiler ces actifs à des instruments du marché monétaire. Les billets à ordre ne sont donc pas exclus de la liste des instruments éligibles et nous souhaitons que ceci soit confirmé par des textes de niveau inférieur.

### ***C. Eligibilité des titres de créances négociables***

Nous regrettons la disparition de l'assimilation automatique des TCN à des instruments admis à la négociation sur un marché réglementé (art. R 214-2 II actuellement en vigueur) : cette mesure nous paraît à la fois néfaste pour l'industrie de la gestion monétaire et pour le refinancement de nos entreprises, venant ainsi en contradiction avec les engagements du Président de la République. Nous demandons à tout le moins que les TCN puissent être maintenu dans les OPCVM non coordonnés dans les mêmes conditions qu'actuellement.

### ***D. Ratio de 30%***

Compte tenu de la disparition de l'éligibilité des OPC au titre du ratio dérogatoire (*cf. supra*), il est fondamental que l'interprétation donnée aux critères d'éligibilité de fonds au titre du ratio de 30% ne soit pas un frein pour les sociétés de gestion.

Ainsi, le 2<sup>ème</sup> critère figurant à l'article R 214-13 dispose que sont éligibles les fonds qui ont des dispositions équivalentes à celles de la directive en matière de division des risques notamment. Cette disposition, du fait d'une mauvaise traduction (« segregation » en anglais et non pas « risk spreading ») est beaucoup plus contraignante que celle la directive. Il est à tout le moins nécessaire que ce critère soit lu comme l'exigence d'appliquer des règles de division des risques qu'elles soient réglementaires, statutaires ou encore contractuelles figurant dans les documents du fonds cible. Cette lecture doit pouvoir se justifier par la rédaction du 4<sup>ème</sup> critère qui prévoit que le prospectus indique que les fonds sous-jacents ne doivent pas détenir plus de 10% de fonds. Il n'est pas précisé que la réglementation de ces fonds cibles doit leur interdire de détenir plus de 10% en OPCVM.

### ***E. Maître-nourricier***

L'article 58-4 de la directive simplifie les règles de notification des OPCVM maître qui n'ont pour investisseurs que des OPCVM nourriciers dans un Etat d'accueil. Ce point n'a semblé pas à être précisé dans le COMOFI mais devra l'être dans le RGAMF.

### ***F. Etablissement des DICI en langue anglaise pour des fonds français commercialisés auprès d'investisseurs étrangers***

En complément de la remarque faite ci-dessus sur le champ de l'obligation relative à la traduction en français des documents, nous comprenons que l'article L 214-43 vise essentiellement la langue à utiliser en cas de commercialisation transfrontalière des OPCVM, en application de l'article 94 de la directive. Ce régime imposant le français ne doit pourtant pas empêcher l'AMF dans ses procédures d'agrément de valider directement en langue anglaise des OPCVM réservés à des investisseurs anglophones ou commercialisés exclusivement à l'étranger.

## **VI. Demandes complémentaires de l'AFG**

La directive (article 107-1) précise que « les autorités locales doivent motiver les décisions de rejet d'agrément ou toute décision négative prise en œuvre des mesures générales arrêtées en exécution de la présente directive » (agrément des produits, des SGP, des outils de commercialisation, etc.).

L'AFG souhaite que cette disposition soit clairement reprise dans la partie législative du Code monétaire et financier à titre de sécurité juridique. Les documents de transposition font certes état de dispositions équivalentes déjà mises en œuvre dans la réglementation et notamment les articles 4 des instructions AMF 2005-01 et 2008-03. Toutefois, il paraît clairement que ces dispositions ne reflètent que très partiellement les obligations mises à la charge des régulateurs locaux par la directive. Seules les décisions de rejet d'agrément des SPG sont prises en compte. Sont ainsi omises les décisions relatives à la commercialisation des OPCVM (documents commerciaux, etc.). Une consécration législative de cette obligation large de motiver les décisions de refus nous paraît donc nécessaire et est proposée dans notre analyse.