

Rapport final du comité de place

Etat des lieux et perspectives de la régulation de la
gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la
directive OPCVM IV

Comité de Place présidé par
Jacques Delmas-Marsalet
et Jean-Pierre Hellebuyck

26 juillet 2010

SYNTHESE DES RECOMMANDATIONS

Pour la mise en place de la directive OPCVM IV, le Comité de Place suggère les **quatorze recommandations** suivantes pour chacune desquelles une fiche technique en annexe détaille le contenu :

- 1: transposer littéralement en France la directive OPCVM IV, à charge pour l'ESMA de scrupuleusement veiller à l'égalité de protection des investisseurs dans tous les Etats membres.
- 2: permettre à l'investisseur non professionnel de comparer les différents OPCVM commercialisés sur le territoire français, qu'ils soient ou non coordonnés, en lui remettant obligatoirement un Document d'Informations Clés (KID).
- 3: intensifier le contrôle de l'information promotionnelle établie pour commercialiser les OPCVM auprès d'investisseurs particuliers, sans faire de distinction entre OPCVM français et étrangers.
- 4: garantir aux investisseurs, pour tous les OPCVM souscrits sur le territoire français, un accès à une information simple et pertinente sur les modifications apportées à leur investissement afin de leur permettre d'effectuer un choix en toute connaissance de cause.
- 5: définir l'activité de distribution d'instruments financiers et harmoniser les obligations attachées à cette activité, quel que soit le statut du distributeur.
- 6: adopter une réglementation et des modalités de traitement propices à l'installation et au développement de sociétés de gestion en France.
- 7: rationaliser et simplifier l'offre des véhicules de placements collectifs en France pour la rendre plus lisible par les investisseurs et les professionnels français ou étrangers.
- 8: aligner sur les standards européens d'une part les conditions d'agrément des OPCVM, d'autre part, les règles d'affichage des frais à la charge du souscripteur.
- 9: inciter à la domiciliation en France des activités de gestion en extériorisant mieux la doctrine et en mettant en place un guichet unique pour le traitement de toutes les demandes de passeport.
- 10: permettre aux distributeurs, aux investisseurs notamment étrangers et aux centralisateurs d'ordres d'accéder à des informations standardisées et exhaustives concernant les OPCVM français commercialisés à l'étranger.
- 11: permettre aux sociétés de gestion, notamment par le marquage systématique des ordres, de mieux connaître le passif des OPCVM qu'elles gèrent.
- 12: promouvoir l'ordre direct dans un cadre juridique sécurisé afin de permettre à des investisseurs étrangers ou à des distributeurs d'établir une relation directe avec la société de gestion et, de disposer ainsi d'un système proche de celui du *transfer agent*.
- 13: prendre les dispositions réglementaires et opérationnelles adaptées pour minimiser le risque de perte résultant du défaut de règlement d'une souscription de parts ou d'actions d'OPCVM. Imputer la perte ou allouer le gain éventuel à l'OPCVM, comme cela est la pratique courante à l'étranger.
- 14: mieux faire connaître les avantages comparatifs de la gestion française en associant toute la Place financière française à des actions de promotion au-delà des frontières.

SOMMAIRE

1.	Assurer une transposition littérale de la Directive OPCVM IV	6
2.	Recentrer la régulation de la gestion d'actifs sur le contrôle de la distribution des OPCVM	7
2.1.	Améliorer les conditions d'information des porteurs lors de la souscription.....	7
2.1.1.	<i>La mise en place du document d'informations clés (KID)</i>	7
2.1.2.	<i>Renforcer et compléter le contrôle des campagnes commerciales.....</i>	7
2.2.	Améliorer les conditions d'information des porteurs tout au long de l'investissement	8
2.3.	Améliorer l'encadrement de la distribution.....	9
3.	Contribuer au développement de la compétitivité de la Place financière française.....	11
3.1.	Renforcer la compétitivité de la France en matière de domiciliation des activités de gestion financière 11	
3.1.1.	<i>Clarifier la responsabilité des dépositaires.....</i>	11
3.1.2.	<i>Améliorer la procédure d'agrément des sociétés de gestion</i>	12
3.1.3.	<i>Apporter des amendements techniques à la régulation des sociétés de gestion pour favoriser la compétitivité du cadre français.....</i>	12
3.2.	Renforcer la compétitivité de la France en matière de domiciliation OPCVM.....	13
3.2.1.	<i>Adopter une segmentation de l'offre de gestion plus lisible à l'international</i>	13
3.2.2.	<i>Réviser les conditions d'agrément des OPCVM de droit français</i>	14
3.2.3.	<i>Aligner les modalités d'affichage des frais à la charge du souscripteur sur le « standard européen » 14</i>	
3.3.	Poursuivre les travaux d'extériorisation de la doctrine.....	15
3.4.	Accompagner l'industrie française à l'export en fluidifiant les procédures des « passeports produits » et des « passeports sociétés »	15
3.5.	Favoriser le développement de la commercialisation transfrontière des fonds dans des schémas de distribution en architecture ouverte.....	15
3.5.1.	<i>Améliorer et standardiser l'information sur les OPCVM français.....</i>	15
3.5.2.	<i>Améliorer par le marquage systématique des ordres la connaissance par la société de gestion de ses investisseurs et de son réseau de distribution.....</i>	15
3.5.3.	<i>Faciliter par le développement de l'ordre direct, la souscription des OPCVM français par des investisseurs étrangers en développant un modèle similaire à celui du transfer agent.....</i>	16
3.5.4.	<i>Lever les obstacles à l'acceptation des ordres de souscription et de rachat par le centralisateur 16</i>	
3.6.	Promouvoir les produits français et la réglementation française à l'étranger.....	16

État des lieux et perspectives de la régulation de la gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV

L'entrée en vigueur de la directive¹ OPCVM IV au 1^{er} juillet 2011 va introduire quatre types de changements :

- une simplification et une amélioration de l'information communiquée aux investisseurs avec le « *Key Investor Document* », document d'information de deux pages, remis aux investisseurs avant leur souscription et qui comprend toutes les informations essentielles sur le produit ;
- une procédure de commercialisation à l'étranger des fonds coordonnés plus simple et plus rapide ;
- la possibilité de gérer des OPCVM dans un Etat membre différent de l'Etat d'origine de la société de gestion, via le « passeport de la société de gestion », permettant aux professionnels de réorganiser la domiciliation de leur activité ;
- de nouvelles opportunités transfrontières permettant de réaliser des économies d'échelles et de réorganiser ou rationaliser leurs gammes de fonds, (fusions, créations de fonds maître/nourriciers).

Dès lors, il est clair que les opportunités transfrontières offertes par cette nouvelle directive seront structurantes pour l'industrie française et européenne de la gestion. Elle pourra rationaliser ses gammes de fonds au travers d'opérations transfrontières telles que les fusions de fonds établis dans des Etats membres différents ou la création de structures maître-nourriciers. Elle pourra également développer sa clientèle dans un autre Etat membre, sans pour autant être contrainte d'y créer des fonds ou une entité, en faisant usage du passeport « produit » et du passeport « société ».

Les effets induits de la directive OPCVM IV vont profondément affecter le modèle français de régulation de la gestion d'actifs. Celui-ci reposait jusqu'ici sur deux piliers : d'un côté la régulation des sociétés de gestion de portefeuille, de l'autre, celle des OPCVM. L'une et l'autre approche se complétaient : bien connaître la société de gestion permettait de mieux apprécier la qualité de son offre de produits et vice versa. Mais cette logique devient inopérante à l'égard d'une part, des fonds agréés dans d'autres Etats membres mais commercialisés en France, et d'autre part, des sociétés de gestion établies à l'étranger mais qui créent un fonds en France, deux possibilités que la directive OPCVM IV offre et qui devraient être privilégiées par un nombre croissant d'acteurs.

L'industrie française de la gestion d'actifs, qui détient déjà 23% des parts de marché² de la gestion collective en Europe, comme les pouvoirs publics, doivent se préparer à ces changements à la faveur de la transposition de la directive OPCVM IV. Il leur faut concilier le maintien d'un haut niveau de protection des épargnants en France, et un renforcement de l'attractivité de notre cadre réglementaire afin d'attirer, en France, des investisseurs étrangers et les acteurs de la gestion. Ces deux ambitions, loin d'être contradictoires, se rejoignent dans une logique commune : la France peut et doit offrir un cadre de régulation sécurisé, en évitant d'entraver le développement de la gestion, au risque, si tel était le cas, de voir des investisseurs ou des professionnels se tourner vers une autre offre de Place, peut-être moins exigeante quant à la protection de leurs intérêts.

Ainsi, le régulateur français a constitué un Comité de Place³ pour réfléchir aux mesures permettant de concilier les exigences de protection des investisseurs avec le développement d'une industrie nationale forte. Les travaux du Comité de Place ont permis d'identifier trois axes stratégiques :

- assurer une transposition fidèle de la directive OPCVM IV (partie 1 du rapport) ;
- recentrer la régulation de la gestion d'actifs sur le contrôle de la distribution des OPCVM (partie 2 du rapport) ;
- contribuer au développement de la compétitivité de la Place financière française (partie 3 du rapport) ; la France doit à cette occasion s'interroger sur les raisons pour lesquelles, au cours des dernières années, les activités d'administration de fonds n'ont pas pu se développer sur son territoire avec le même dynamisme que les activités de gestion financière.

¹ 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)

² Source : AFG, EFAMA, CSSF, IFIA. Ce chiffre englobe tous les fonds domiciliés ou non en France, gérés par une société de gestion établie en France.

³ La composition du Comité de Place figure en annexe.

Ces objectifs d'amélioration de la protection des investisseurs comme de renforcement de la compétitivité de l'industrie française de la gestion ne pourront être atteints que si les mesures proposées intègrent bien l'ensemble de la gestion collective. Raison pour laquelle le Comité de Place a inclus dans le champ de sa réflexion l'ensemble des OPCVM susceptibles d'être créés, gérés, ou commercialisés en France, et non les seuls OPCVM coordonnés de droit français.

1. Assurer une transposition littérale de la Directive OPCVM IV

Le Comité de Place considère que les opportunités transfrontières offertes par la directive OPCVM IV vont, par un renforcement de la liberté d'établissement ou de la libre prestation de services, contribuer à une plus grande ouverture du marché européen de la gestion d'actifs. Cela devrait notamment se matérialiser, en France, par une augmentation de l'offre des fonds étrangers (gérés par une entité française ou étrangère) ou des fonds français gérés par des entités établies dans un autre Etat membre.

Ces opportunités transfrontières, qui constituent un axe de développement pour les sociétés de gestion françaises, pourraient toutefois voir leurs effets limités si des règles nationales supplémentaires de protection des investisseurs étaient introduites. L'efficacité de telles mesures ne serait pas forcément avérée. En effet, ces règles pourraient être aisément contournées notamment par la mise en œuvre des opportunités transfrontières depuis un autre Etat membre. Ainsi, pour éviter que l'investisseur français ne soit, *in fine*, happé par des fonds partiellement ou totalement exclus de la supervision du régulateur français, la France doit adopter une approche ouverte, européenne, consistant à transposer la directive de manière littérale. *A priori*, cette position va, de fait, conduire le régulateur français à abandonner certaines règles nationales qu'il avait adoptées pour renforcer la protection des investisseurs français. Toutefois, il appartiendra à la France de veiller à ce que cette transposition littérale ne se fasse pas au détriment de la protection des épargnants, laquelle doit demeurer au cœur des préoccupations européennes dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM IV.

Cette transposition littérale de la directive devra s'accompagner d'une harmonisation forte des règles de protection des investisseurs. A cet égard, la Commission européenne et l'ESMA semblent être les plus légitimes pour s'assurer de cette harmonisation notamment via l'élaboration de mesures techniques obligatoires, dites de niveau 3 dans la future architecture européenne de la supervision. Ces mesures définiront précisément les conditions de mise en place opérationnelle des règles édictées par la directive afin d'éviter toute divergence d'interprétation ou d'application de ces règles par les Etats membres. Ces mesures devraient assurer un même niveau de protection de l'investisseur quelle que soit la nationalité de l'OPCVM qui lui est proposé. La divergence d'interprétation des missions et obligations du dépositaire d'OPCVM, par les Etats membres, conduisant à une variation du niveau de protection de l'investisseur, est l'exemple le plus topique de la nécessité de veiller à une harmonisation européenne de la réglementation et des conditions de mise en place de cette réglementation.

Néanmoins, lorsque la protection des investisseurs est menacée, des règles plus strictes peuvent, à titre exceptionnel, s'avérer nécessaires. Ces règles additionnelles doivent cependant rester exceptionnelles. C'est par exemple le cas en ce qui concerne la qualité des acteurs autorisés à assumer la gestion par délégation des OPCVM de droit français. En effet, le régulateur français considère que pour éviter un contournement du principe posé par la directive limitant les activités que peut fournir une société de gestion gérant des OPCVM coordonnés, seules les entités habilitées à gérer des OPCVM sont autorisées à gérer par délégation des OPCVM français. Il convient de souligner que cette règle ne s'applique pas aux fonds établis hors de l'Europe. En effet, le régulateur français considère que la réglementation du pays d'établissement du fonds s'applique à ces fonds.

La limitation posée par le régulateur français est très protectrice des investisseurs dans la mesure où elle évite tout conflit d'intérêt entre l'activité de gestion par délégation et les autres activités exercées par le délégataire. Néanmoins, elle n'est pas adoptée par tous les Etats membres. Ainsi, les travaux de réflexion du Comité de Place ont mis en exergue trois options envisageables:

1. le maintien de la règle existante;
2. la limitation de la règle aux OPCVM de droit français;
3. le remplacement de la règle par une obligation pour le délégataire, quelle que soit la nationalité du fonds, de mettre en place des procédures de gestion de conflits d'intérêts.

A ce stade, le Comité de Place privilégie la deuxième option. Néanmoins, cette solution présente le défaut d'être assez facilement contournable. Les professionnels pourraient, en effet, délocaliser leurs entités de gestion et leurs fonds dans un autre Etat membre ne limitant pas la délégation de gestion d'OPCVM et commercialiser leurs fonds sur le territoire français, via le passeport « produit ». En conséquence, le Comité de Place suggère une analyse plus approfondie pour vérifier s'il n'est pas nécessaire d'imposer des conditions supplémentaires. Par exemple, cette mesure pourrait être accompagnée d'une autre règle, à savoir l'interdiction de commercialisation en France de fonds étrangers qui délèguent la gestion financière à une entité non habilitée à gérer des OPCVM. Cette analyse devrait également viser à vérifier que la combinaison de ces deux règles ne conduit pas à limiter la gamme des produits offerts aux épargnants français aux seuls OPCVM de droit français.

Recommandation 1 : transposer littéralement en France la directive OPCVM IV, à charge pour l'ESMA de veiller scrupuleusement à l'égalité de protection des investisseurs dans tous les Etats membres.

2. Recentrer la régulation de la gestion d'actifs sur le contrôle de la distribution des OPCVM

2.1. Améliorer les conditions d'information des porteurs lors de la souscription

2.1.1. La mise en place du document d'informations clés (KID)

La directive OPCVM IV améliore l'information communiquée à l'investisseur préalablement à son investissement en substituant au prospectus simplifié, le document d'informations clés (*KID*). Le contenu et le format de ce document sont uniformisés pour tous les OPCVM européens coordonnés, quel que soit leur pays d'origine. Il a pour objet d'indiquer à l'investisseur les caractéristiques essentielles de l'OPCVM afin de lui permettre de prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de cause.

En pratique, la rédaction des KID va requérir des gestionnaires un effort particulièrement intense de synthèse. Le Comité de Place a formulé le souhait que l'AMF élabore des lignes directrices, afin d'orienter les sociétés de gestion dans la rédaction de leurs KID et d'assurer une certaine homogénéité des présentations facilitant la prise de décision par les investisseurs. Ces lignes directrices devront en particulier se focaliser sur le contenu de la présentation des risques, de la stratégie d'investissement et de la formulation des objectifs de gestion. Ces lignes directrices devront être publiées rapidement pour permettre aux professionnels de s'organiser dans le délai imparti par la Commission européenne, tous les OPCVM coordonnés devant disposer d'un KID au plus tard le 1^{er} juillet 2012.

La Directive OPCVM IV n'impose la réalisation d'un KID que pour les OPCVM coordonnés. Se pose donc la question du traitement réservé aux autres OPCVM de droit français, inclus dans l'offre aux cotés des OPCVM coordonnés. Les documents d'information sont un moyen, pour l'investisseur, d'effectuer une comparaison des différents OPCVM qui lui sont proposés. Cette comparaison pourrait être rendue difficile, voire impossible, si l'investisseur est contraint de comparer des informations dont le contenu et la présentation ne seraient pas harmonisés. Par ailleurs, pour l'industrie française, la généralisation du KID à l'ensemble des OPCVM faciliterait l'installation de ce document comme outil de référence pour la commercialisation des OPCVM. Néanmoins, l'extension du KID aux OPCVM destinés à des investisseurs professionnels pourrait engendrer des coûts inutiles pour l'industrie. En conséquence, le Comité de Place suggère, à l'instar de ce qui avait été effectué pour le prospectus simplifié, que le principe généralement retenu soit celui de la généralisation du KID à tous les OPCVM distribués auprès d'investisseurs non professionnels. Pour les OPCVM destinés à des investisseurs professionnels, l'élaboration d'un KID resterait une option pour les sociétés de gestion.. La charge de travail et l'investissement générés par l'élaboration des KID nécessitent cependant que l'AMF puisse définir un phasage adapté de mise en œuvre de cette mesure.

Recommandation 2 : permettre à l'investisseur non professionnel de comparer les différents OPCVM commercialisés sur le territoire français, qu'ils soient ou non coordonnés, en lui remettant obligatoirement un document d'informations clés (KID).

2.1.2. Renforcer et compléter le contrôle des campagnes commerciales

Si la transformation du prospectus simplifié en un KID, recentré sur les informations essentielles, conduira à limiter dans une certaine mesure le recours à des documents complémentaires, la commercialisation des OPCVM continuera de s'appuyer en partie sur des documents promotionnels. La présentation des documents promotionnels relatifs aux instruments financiers est aujourd'hui encadrée par la Directive relative aux Marchés d'Instruments Financiers (MIF). Il revient donc à l'AMF de s'assurer que les entités distribuant des OPCVM en France respectent les dispositions de cette Directive.

Aujourd'hui, pour s'assurer du respect des prescriptions réglementaires, l'AMF effectue un contrôle des documents commerciaux des OPCVM, préalablement à leur commercialisation sur le territoire français. Cet examen est réalisé, selon le cas, au moment de la demande d'agrément d'un OPCVM français ou de la notification de commercialisation d'un OPCVM étranger sur le territoire français, en fonction d'une approche par les risques : il est ainsi systématique pour les OPCVM structurés, les OPCVM dont la stratégie d'investissement est particulièrement complexe et les OPCVM considérés comme présentant un risque élevé de mauvaise commercialisation, dès lors que ceux-ci s'adressent à des investisseurs grand public. Par ailleurs, en cours de vie des OPCVM, l'AMF développe une veille sur l'information diffusée sur les OPCVM (documents commerciaux, publicités, plaquettes, *reportings* mensuels, bandeaux Internet, etc.). L'AMF a également annoncé, dans le cadre de son Plan stratégique, publié en décembre 2009, un renforcement de la prévention par le suivi des campagnes de commercialisation de produits accessibles au grand public. Ce renforcement se traduit par la mise en place

d'un suivi des sociétés de gestion dans leur activité de distribution et d'un suivi des autres prestataires assurant la distribution de produits financiers sur le territoire français. Il se traduit également par un renforcement des contrôles *a priori* et *a posteriori*⁴.

En pratique, les modifications engendrées par la transposition en droit national de la directive OPCVM IV justifient d'autant plus ce renforcement des exigences sur la commercialisation des OPCVM. En effet, le contrôle des documents commerciaux va devenir l'un des principaux piliers de l'exercice de sa mission de protection des investisseurs par le régulateur car il peut s'appliquer de façon homogène quelle que soit la structure juridique ou le lieu de domiciliation de l'OPCVM. Au demeurant, le contrôle des documents commerciaux s'inscrit dans un cadre harmonisé entre produits substituables, aujourd'hui OPCVM et titres financiers (via la Directive MIF), demain peut-être unités de compte de contrats d'assurance-vie (via les réflexions de la Commission européenne sur la commercialisation des produits d'épargne⁵, et les suites du rapport Deletré⁶ au niveau national).

Pour renforcer ses contrôles et les rendre plus efficaces, dans le prolongement de l'action récemment entreprise, le régulateur doit mieux les structurer. Surtout, le processus d'élaboration de documents impliquant souvent plusieurs intermédiaires, les contrôles ne doivent pas porter uniquement sur les supports de commercialisation des distributeurs. Les contrôles doivent donc être élargis à toutes les actions que comporte la commercialisation, qu'elle soit écrite ou orale, quelle que soit la personne ayant en charge ces actions (distributeur, société de gestion...). Toutefois, ce renforcement des contrôles ne doit pas conduire à traiter différemment les fonds français des fonds étrangers commercialisés sur le territoire français. Ainsi, hormis le cas des contrôles *a priori* déjà mis en place, le contrôle de la commercialisation des OPCVM distribués sur le territoire français n'interviendra, en principe, qu'après la diffusion de la documentation commerciale ou la mise en œuvre des actions commerciales.

Recommandation 3 : intensifier le contrôle de l'information promotionnelle établie pour commercialiser les OPCVM auprès d'investisseurs particuliers, sans faire de distinction entre OPCVM français et étrangers.

2.2. Améliorer les conditions d'information des porteurs tout au long de l'investissement

Les caractéristiques des OPCVM peuvent évoluer en cours de vie. Les modifications éventuelles à ces caractéristiques sont variées et peuvent avoir des conséquences minimales ou, au contraire, transformer le profil de risque du fonds de telle sorte qu'il ne réponde plus aux objectifs initiaux de l'investisseur (par exemple, modification de la stratégie d'investissement).

Le régulateur français encadre déjà les conditions de ces modifications en imposant pour les modifications substantielles affectant un OPCVM une information individuelle des porteurs préalable à l'opération et se matérialisant par une « lettre au porteur ». Les modifications les plus légères font, quant à elles, l'objet d'une information « collective », par exemple par voie de presse ou par insertion d'une mention spécifique dans les *reportings* mensuels.

Dans la pratique, les lettres aux porteurs ne permettent pas toujours de délivrer un message simple et clair à l'investisseur sur la nature et l'impact du changement prévu. Elles sont, en outre, parfois excessivement coûteuses au regard du bénéfice que le porteur tire d'une information individuelle.

Or, les opportunités transfrontières vont multiplier les possibilités de modification d'OPCVM susceptibles d'engendrer des changements substantiels du profil risque/rendement, par exemple à l'occasion de fusions d'OPCVM proposant des stratégies d'investissement sensiblement différentes (la Directive ne reconnaît aucun pouvoir au régulateur pour apprécier en opportunité la pertinence d'une fusion). Cette situation rend d'autant plus nécessaire la clarification des modalités d'information des porteurs en cours de vie de l'OPCVM.

Le Comité de Place considère que l'information individuelle du porteur n'est pas adaptée à tout type de modification affectant un OPCVM. En effet, certaines modifications affectant l'OPCVM ne l'altéreront pas au point qu'il ne réponde plus aux objectifs ayant initialement poussé l'investisseur à souscrire. Dans ce cas, la lourdeur d'une information individuelle serait inappropriée. En revanche, certaines modifications peuvent conduire l'investisseur à reconsidérer son investissement dans l'OPCVM notamment lorsque l'objectif, la stratégie

⁴ Les contrôles *a priori* consistant à vérifier systématiquement les documents publicitaires préalablement à leur diffusion dans le public permettent d'assurer que l'information communiquée à l'investisseur dans le document commercial est cohérente avec les documents réglementaires afférents aux produits financiers. Les contrôles *a posteriori*, eux, ont pour finalité de détecter des pratiques commerciales abusives et se concrétisent par le lancement d'enquêtes ou de contrôles spécifiques par les services de l'AMF.

⁵ Produits d'investissement de détail adossés à des instruments financiers (*packaged retail investment products* ou PRIPs en anglais).

⁶ Rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France conduite par Bruno Deletré, inspecteur des finances, remis au ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, en janvier 2009.

d'investissement ou le profil de risque est modifié au point de ne plus correspondre à l'objectif initial de l'investisseur. Compte tenu des coûts qu'une information individuelle occasionne pour l'industrie, celle-ci ne doit être exigée que lorsque les modifications envisagées sont substantielles et donc susceptibles d'engendrer des conséquences importantes pour l'investisseur.

Le KID contenant, par nature, toutes les informations indispensables sur l'OPCVM, les modifications n'affectant pas l'information délivrée dans ce document ne semblent pas devoir être analysées comme des modifications substantielles. Par ailleurs, la modification de certaines rubriques du KID n'entraînant pas d'incidence majeure pour l'investisseur (par exemple, la dénomination de l'OPCVM), l'information individuelle ne doit pas être imposée pour les modifications affectant des rubriques mineures du KID.

Pour que l'investisseur appréhende correctement les modifications affectant son investissement, l'information individuelle doit être claire et synthétique. Son contenu doit donc se limiter à décrire l'opération affectant le fonds et l'impact de cette opération pour le porteur, et à présenter les options qui s'offrent à lui. Le Comité de Place propose que le régulateur impose d'élaborer une lettre type, courte - deux pages maximum -, pour toutes les modifications s'appliquant aux fonds commercialisés sur le territoire français.

Pour les autres modifications, le recours à d'autres méthodes d'information des porteurs, par exemple par voie de presse, via des courriers électroniques ou les sites Internet, doit être étudié.

Par ailleurs, les règles d'information des porteurs applicables aujourd'hui sont fonction des rubriques du prospectus simplifié impactées par la modification. Le passage au KID impose donc une refonte substantielle du cadre réglementaire correspondant.

Enfin, il ne paraîtrait pas logique que les règles d'information des porteurs puissent différer selon la domiciliation des OPCVM. Ces règles d'information doivent s'appliquer à tous les OPCVM commercialisés sur le territoire français.

Recommandation 4 : garantir aux investisseurs, pour tous les OPCVM souscrits sur le territoire français, un accès à une information simple et pertinente sur les modifications apportées à leur investissement afin de leur permettre d'effectuer un choix en toute connaissance de cause.

2.3. Améliorer l'encadrement de la distribution

En l'état actuel de la réglementation française, l'acte de distribution d'instruments financiers n'est pas défini en tant que tel par la réglementation ou la doctrine. Les personnes habilitées à distribuer des OPCVM peuvent opter entre des statuts divers (principalement démarcheur bancaire ou financier, conseiller en investissements financiers, prestataire de services d'investissement, voire sociétés d'assurance) pour lesquels les obligations (par exemple, l'obligation de formation, l'encadrement des rémunérations perçues, de conseil et de mise en garde) et la responsabilité peuvent varier. La distribution peut consister en la fourniture d'une recommandation personnalisée, d'une sollicitation à l'initiative du professionnel, de la mise à disposition d'une liste de fonds (« supermarchés de fonds »), etc.

Le recentrage de la régulation de la gestion d'actifs sur le contrôle de la distribution nécessite, en premier lieu, d'assurer la cohérence et la lisibilité du cadre réglementaire relatif à la distribution d'OPCVM.

Par ailleurs, la protection de l'investisseur ne saurait dépendre du statut adopté par le distributeur, sur lequel l'investisseur n'a pas de prise et qu'il n'est le plus souvent pas en mesure d'identifier au moment de l'acte de distribution.

De plus, indépendamment du statut d'un distributeur donné, l'incertitude sur la répartition des obligations respectives du distributeur et du producteur ne permettent ni au distributeur, ni à la société de gestion, d'identifier exactement leurs droits et obligations, et donc leur responsabilité. Cette incertitude porte également préjudice à l'investisseur qui est souvent incapable d'identifier l'interlocuteur responsable en cas de difficultés.

Il convient de souligner que seule la répartition des obligations entre le distributeur et le producteur dans l'élaboration des documents commerciaux a été récemment précisée⁷.

La nécessité de clarifier les obligations du distributeur et du producteur est donc manifeste. La bonne réalisation de cette clarification suppose une remise à plat des différents statuts existants afin d'aboutir à la formulation d'une définition de l'activité de distribution et à une harmonisation des obligations attachées à cette activité, quel

⁷ Décret n°2010-40 du 11 janvier 2010 relatif aux conventions entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits d'assurance sur la vie

que soit le statut du distributeur. Ce travail pourrait s'inscrire dans une réflexion européenne⁸.

Toutefois, cette remise à plat peut s'avérer longue. Ainsi, dans un premier temps, le Comité de Place suggère que l'AMF travaille, en concertation avec les professionnels à :

- définir les éléments qui devraient obligatoirement être inclus dans toute convention liant le producteur et le distributeur. Ces éléments devraient être en ligne avec les meilleures pratiques, et refléter un consensus de place sur les obligations respectives du producteur et du distributeur
- proposer des amendements au cadre de régulation de la distribution (par exemple en complétant la définition réglementaire du contenu attendu de la convention de distribution)
- compléter au besoin les textes existants par des documents de doctrine extériorisés.

Si ces travaux doivent naturellement permettre de clarifier les obligations et responsabilités des distributeurs et producteurs en amont de l'acte de souscription, ils doivent également s'intéresser à ces mêmes éléments tout au long de la durée de l'investissement du client dans l'OPCVM. A titre d'exemple, la modification de certaines des caractéristiques de l'OPCVM pourrait induire pour le distributeur l'obligation de répercuter l'information que lui aurait transmise la société de gestion en application de la convention ou, encore, elle pourrait nécessiter un nouveau contact entre le distributeur et son client de façon à permettre un accompagnement adéquat du porteur. Ces exigences pourraient également être modulées selon le service précis rendu par le distributeur, en cohérence avec son mode de rémunération. En effet, la plupart des distributeurs ne perçoivent pas d'honoraires de l'investisseur mais une rétrocession de commissions de la société de gestion pour les OPCVM distribués. Cette rétrocession de commission qui peut être trimestrielle, semestrielle ou annuelle, perdure souvent tant que le souscripteur conserve son investissement. Il serait donc légitime de considérer que seuls les distributeurs qui apportent un service particulier au client tout au long de son investissement soient autorisés à percevoir une rétrocession de commission jusqu'au rachat des parts ou action de l'OPCVM.

Recommandation 5 : définir l'activité de distribution d'instruments financiers et harmoniser les obligations attachées à cette activité, quel que soit le statut du distributeur.

⁸ Ce travail pourrait s'initier avec les réflexions engagées par l'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) qui a publié le 22 mars 2010 un rapport sur l'évolution du paysage de l'épargne à long terme en Europe et dans lequel elle recommande trois voies d'amélioration pour la distribution des produits de détail.

3. Contribuer au développement de la compétitivité de la Place financière française

L'industrie de la gestion financière est incontestablement un atout de la Place de Paris. La France compte plus de 550 sociétés de gestion dont près de 60% gèrent des OPCVM coordonnés. La France dispose d'un gisement de compétence qui lui permet de développer aussi bien des activités de gestion traditionnelle qu'alternative.

Par ailleurs, une des particularités de la Place financière française est sa capacité à favoriser le développement de sociétés de gestion entrepreneuriales.

Les travaux du groupe de Place ont montré que les professionnels de la gestion entendaient profiter de l'entrée en vigueur de la directive OPCVM IV pour réexaminer la pertinence de leur organisation et rationaliser leurs implantations, tant en terme de domiciliation des activités de gestion financière que de domiciliation des OPCVM. Il est donc essentiel que la France saisisse l'occasion de la transposition de cette directive pour prendre les mesures qui, tout en maintenant un haut niveau de protection des investisseurs, assurent également l'attractivité future du cadre réglementaire de la gestion d'actifs français.

Pour assurer la compétitivité de la Place financière française, ces mesures ne doivent pas se limiter aux sociétés de gestion soumises à la directive OPCVM et aux OPCVM coordonnés, les sociétés de gestion ayant par nature des activités de gestion diversifiées qui sortent du cadre de cette seule directive. Ainsi, les réflexions du Comité de Place ont englobé tous les acteurs, produits et services de la gestion d'actifs⁹.

Favoriser la localisation des sociétés de gestion et des fonds en France implique de renforcer la compétitivité de la France tant en matière de domiciliation des activités de gestion financière qu'en matière de domiciliation des activités d'administration de fonds.

Le Comité de Place a par ailleurs souligné que, comme pour toute activité économique, l'environnement fiscal et social joue un rôle important dans le choix de leur localisation. Pour contribuer au débat, il a souhaité recenser les éléments considérés comme les plus importants pour ces choix de localisation. Ces éléments sont présentés à l'annexe 2.

Favoriser la localisation des sociétés de gestion et des fonds en France implique de renforcer la compétitivité de la France tant en matière de domiciliation des activités de gestion financière qu'en matière de domiciliation des activités d'administration de fonds. Ces préoccupations sont partagées par le Gouvernement qui, dans le cadre du Haut Comité de Place, présidé par Madame Christine Lagarde, Ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a décidé, le 5 mai 2010, le lancement d'une initiative pour la stratégie et le développement de l'industrie de la gestion d'actifs en France. A cet effet, un comité présidé par le président de l'AFG, le directeur général du Trésor et le président de l'AMF est chargé d'élaborer, pour l'automne prochain, des propositions notamment pour lever les barrières à la commercialisation internationale des fonds d'investissement français et développer la promotion à l'étranger de l'activité de gestion. Ce comité de pilotage finalisera les réflexions engagées par le présent Comité de Place afin de définir les mesures législatives et réglementaires, nécessaires à la mise en œuvre effective des différentes solutions identifiées.

Le développement de la compétitivité de la Place financière française implique enfin l'adoption d'un certain nombre de mesures détaillées, tel que suggéré dans la présente section. Ces mesures représentent un réel engagement des autorités et du régulateur et, potentiellement, des investissements substantiels pour l'industrie. Dès lors, la Place doit se mobiliser pour une utilisation effective de ce nouveau dispositif de sorte que tous ces efforts soient fructueux.

3.1. Renforcer la compétitivité de la France en matière de domiciliation des activités de gestion financière

3.1.1. Clarifier la responsabilité des dépositaires

Le dépositaire est l'acteur central qui permet de garantir un haut niveau de protection des investisseurs dans la gestion collective. L'absence d'harmonisation du rôle, des missions et de la responsabilité du dépositaire au niveau européen amoindrit considérablement cette protection. Elle pourrait également constituer un obstacle non négligeable à la compétitivité de la Place financière française dans la mesure où elle ouvre les voies de l'arbitrage réglementaire en faveur de places financières européennes où la responsabilité du dépositaire est moins stricte.

⁹ Sociétés de gestion qui gèrent des OPCVM (coordonnés et/ou non coordonnés), gestionnaires administratifs et comptables, etc.

Le régulateur français et l'industrie ont coopéré étroitement pour réfléchir aux contours d'un dispositif d'encadrement des dépositaires des fonds offerts aux investisseurs grand public qui réponde aux trois objectifs majeurs de la régulation financière: haut niveau de protection des investisseurs, notamment les moins avertis; fonctionnement sain des marchés; et stabilité financière.

Le Comité de place suggère que le régulateur et l'industrie poursuivent cette coopération, au-delà de la mise en place de la directive OPCVM IV, afin de finaliser les réflexions déjà engagées au niveau national. Enfin, le Comité soutient pleinement la contribution des autorités françaises au futur débat au niveau européen si la Commission européenne concrétise son intention de pallier le défaut majeur d'harmonisation de l'encadrement des dépositaires en ouvrant, par exemple, des discussions sur une modification de la directive OPCVM ou sur une initiative législative transversale.

3.1.2. Améliorer la procédure d'agrément des sociétés de gestion

L'efficacité d'une procédure d'agrément se mesure notamment à sa rapidité, sa simplicité et sa prévisibilité. Il faut cependant que le régulateur reçoive des informations lui permettant d'apprécier l'activité envisagée et de vérifier que la société de gestion dispose d'une organisation et des moyens nécessaires à l'exercice de l'activité.

Les travaux du Comité de Place ont mis en exergue le fait que les dossiers d'agrément des sociétés de gestion sont volumineux, très détaillés, mais ne permettent pas pour autant au régulateur d'apprécier correctement la capacité de la société de gestion à exercer l'activité envisagée. De plus, les procédures d'agrément reposent sur la fourniture d'un programme d'activité spécifique pour chaque type de gestion, ce qui alourdit considérablement la charge administrative des sociétés de gestion. Une nouvelle procédure d'agrément est, en effet, actuellement imposée dès que la société de gestion souhaite étendre significativement son champ d'activité.

Pour faciliter et accélérer le processus d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, le Comité de Place suggère donc d'alléger les programmes d'activité et de les recentrer sur les éléments essentiels et indispensables à l'analyse réalisée par le régulateur. Trois domaines clés ont été identifiés:

- l'organisation de la société de gestion;
- les moyens dont elle dispose; et
- le dispositif de contrôle mis en place.

Ce contenu minimal devrait cependant être complété d'éléments plus spécifiques lorsque la société envisage, au moment de sa création ou en cours de vie, de recourir à certaines classes d'actifs considérées comme plus risquées.

De plus, les informations que la société de gestion est tenue de déclarer ou soumettre à l'AMF lorsque son activité ou son organisation évolue sont particulièrement nombreuses et génèrent une charge administrative significative. La pertinence du dispositif actuel doit donc être réexaminée. Une révision des « fiches complémentaires », document mis à disposition des sociétés de gestion pour informer le régulateur, a été entreprise par le régulateur afin de supprimer les demandes d'informations de la part du régulateur peu pertinentes.

3.1.3. Apporter des amendements techniques à la régulation des sociétés de gestion pour favoriser la compétitivité du cadre français

Le Comité de Place a, par ailleurs, identifié un certain nombre de situations dans lesquelles les règles françaises (au niveau de la réglementation ou de la doctrine) s'avèrent plus exigeantes que celles posées par la Directive, sans que le bénéfice en matière de protection des investisseurs soit avéré. Le Comité propose donc de réexaminer la pertinence du cadre de régulation sur les points suivants :

- Régulation des groupes: certaines sociétés de gestion sont structurées sous forme de groupe, s'appuyant sur des sociétés filiales parfois spécialisées et établies dans différents pays. Certaines règles aisément applicables à des sociétés indépendantes peuvent, en revanche, causer des difficultés d'application dans les groupes de sociétés, par exemple compte tenu d'une centralisation des principaux organes de direction dans la société mère. Le respect de la réglementation actuelle conduit alors ces sociétés à recourir à des montages juridiques complexes qui, s'ils permettent *prima facie* de respecter cette réglementation, ne sont en pratique pas cohérents avec la réalité du fonctionnement de ces sociétés. A titre, d'exemple, les règles de délégation intra-groupe ou la doctrine relative aux dirigeants devraient être adaptées pour tenir compte de l'organisation particulière de ce type de structures.
- Règles de délégation de la gestion financière: la doctrine actuelle de l'AMF en matière de délégation de gestion financière impose que la société de gestion dispose des moyens équivalents à ceux de la

société délégataire. Or, le principe de la délégation de gestion est parfois précisément, à l'instar de la plupart des choix de sous-traitance, de recourir ponctuellement à des expertises non disponibles en interne. Il est donc proposé de recentrer la doctrine de l'AMF applicable en matière de délégation de la gestion financière sur la capacité du délégant à contrôler son délégataire et non à se substituer à son délégataire.

- Recours à un conseiller: l'interprétation des dispositions de la Directive MIF relatives au conseil en investissement financier empêche aujourd'hui les sociétés de gestion de recourir aux conseils de la part d'entités étrangères¹⁰. Le Comité de Place suggère de réexaminer la possibilité d'un allègement des exigences de l'AMF, dans la limite des textes applicables (ou de suggérer les évolutions correspondantes de la Directive au niveau européen). Ces aménagements de la réglementation doivent, bien entendu, être assortis de conditions permettant d'assurer la protection des investisseurs, en rappelant la nécessité de l'autonomie de la société de gestion dans la prise des décisions de gestion.
- Fonds dédiés: la réglementation pose le principe de l'autonomie de la société de gestion en matière de prise des décisions d'investissement. Or, certains OPCVM sont dédiés à un client unique ou à un groupe de clients, sous forme de « quasi mandat ». Un assouplissement de l'interprétation du principe d'autonomie de la société de gestion pourrait être étudié.
- Délégation de la gestion administrative et comptable: lorsqu'une société délègue la valorisation de ses fonds à un tiers, la réglementation lui impose d'effectuer un contrôle afin de vérifier que ce tiers remplit correctement sa mission. Ce contrôle peut s'avérer difficile notamment lorsque, du fait de la disproportion de taille entre les deux acteurs, la société de gestion est, en pratique, dans l'impossibilité de vérifier le travail du délégataire de la valorisation. Par ailleurs, le délégataire de la valorisation est en situation d'être contrôlé par toutes les sociétés dont il est le prestataire, sans que cette multiplication des contrôles n'améliore nécessairement la sécurité et l'efficacité du dispositif. Le Comité de Place suggère l'élaboration d'un référentiel commun des missions, bonnes pratiques et attentes des sociétés de gestion et des délégataires de la valorisation. Ce référentiel devrait avoir un statut suffisamment fort pour permettre aux sociétés de gestion de moduler leurs contrôles lorsque leur délégataire s'engage à respecter ce référentiel. Le cadre juridique précis de mise en œuvre de ce dispositif devra être défini en concertation avec les acteurs concernés et ne devra affecter, en aucune manière, la responsabilité de la société de gestion en ce qui concerne la valorisation de ses OPCVM.
- Exercice d'activités annexes: la clientèle des sociétés de gestion souhaite parfois investir dans des produits substituables aux OPCVM (par exemple, des EMTN structurés). La distribution de ce type de produits nécessiterait, dans certains cas, pour les sociétés de gestion d'être habilitées à fournir le service d'investissement de placement. Or, les sociétés de gestion ne sont pas autorisées, en France, à fournir ce service. Le Comité de Place suggère d'examiner dans quelles conditions une société de gestion pourrait être habilitée à proposer des produits substituables aux OPCVM dans le respect des règles de conflits d'intérêts. Cet assouplissement devra toutefois prévoir les garde-fous nécessaires pour fermement exclure toute possibilité pour la société de gestion de placer des titres dans les mandats de gestion ou les OPCVM qu'elle gère.

Recommandation 6 : adopter une réglementation et des modalités de traitement propices à l'installation et au développement de sociétés de gestion en France.

3.2. Renforcer la compétitivité de la France en matière de domiciliation OPCVM

3.2.1. Adopter une segmentation de l'offre de gestion plus lisible à l'international

La France compte plus de 15 types de véhicules d'investissement, rendant la présentation et la segmentation de l'offre de gestion peu lisible tant pour les investisseurs français que pour les investisseurs ou professionnels étrangers. Le Comité de Place suggère de rationaliser la gamme de fonds d'investissements en trois catégories de fonds d'investissement:

- les fonds destinés à tout public, soumis à agrément;

¹⁰ En l'état actuel de la réglementation, seul un prestataire de services d'investissement établi dans un Etat membre ou un conseiller en investissements financiers obligatoirement établi en France peut fournir un conseil sur instruments financiers à une société de gestion. Or, pour certaines activités de gestion, par exemple gestion d'OPCVM investissant dans des actions asiatiques, les conseils de personnes spécialisées dans les actions asiatiques, souvent domiciliées dans ces pays, sont importants au développement de l'activité.

- les fonds réservés à certains types d'investisseurs soumis à agrément;
- les fonds réservés à certains types d'investisseurs soumis à une procédure de déclaration;

La réglementation applicable à ces trois types de fonds pourra varier selon la typologie des investissements: capital risque, immobilier, valeurs mobilières, fonds de fonds de gestion alternative.

Recommandation 7 : rationaliser et simplifier l'offre des véhicules de placements collectifs en France pour la rendre plus lisible par les investisseurs et les professionnels français ou étrangers.

3.2.2. Réviser les conditions d'agrément des OPCVM de droit français

La précision des informations requises par le régulateur en termes d'information des porteurs lors de la procédure d'agrément peut conduire, si elle est excessive, à des modifications fréquentes des documents d'information, et à des procédures d'agrément répétées, sans bénéfice réel pour le porteur final. Le Comité de Place suggère donc que l'AMF trouve un juste équilibre dans le cadre des procédures d'agrément des OPCVM entre, d'une part, la précision de l'information dans les documents réglementaires, et, d'autre part, la nécessité que le gérant dispose d'une latitude suffisante pour mettre en œuvre sa stratégie sans avoir à modifier fréquemment ces documents.

Par ailleurs, la réglementation et la doctrine de l'AMF applicables aux OPCVM imposent des restrictions sur les stratégies et techniques de gestion ou sur la forme juridique de l'OPCVM qui ne sont pas imposées par la Directive OPCVM (par exemple, l'utilisation de certaines techniques de regroupement des actifs (*pooling*), la forme sociale des SICAV, la contrainte du revenu comptable pour distribuer des dividendes). Le Comité de Place suggère de limiter fortement les situations où la réglementation et la doctrine interprètent de manière restrictive les règles européennes. Cette révision réglementaire et doctrinale pourrait être accompagnée de certaines obligations permettant de maintenir la protection des investisseurs. Ainsi, la révision des stratégies et techniques de gestion autorisées pourraient s'accompagner d'une bonne information des souscripteurs sur les risques éventuellement associés à ces techniques de gestion.

3.2.3. Aligner les modalités d'affichage des frais à la charge du souscripteur sur le « standard européen »

La pratique montre que les fonds français sont compétitifs en termes de frais totaux par rapport à ceux d'autres Etats membres. Néanmoins, la réglementation française en matière d'affichage des frais de gestion ne permet pas de mettre en avant cet atout compétitif. Les OPCVM français sont, en effet, tenus d'indiquer dans leur prospectus le taux maximal des frais, incluant les frais de gestion et les frais de fonctionnement. Le « standard européen » consiste plutôt à distinguer, d'une part, les frais de gestion pour lesquels un taux maximal est affiché et, d'autre part, les frais de fonctionnement supportés par le fonds¹¹. De plus, pour certains fonds étrangers, les frais de fonctionnement sont divisés par types de frais (dépositaire, commissaire aux comptes...) pour chacun desquels un forfait est indiqué. Les investisseurs ont donc tendance à comparer à tort le taux global des frais des OPCVM français au taux des frais de gestion affichés par les OPCVM étrangers.

Ainsi, afin d'assurer des conditions de concurrence égales entre les fonds français et ceux des autres Etats membres, le Comité de Place suggère de réviser la réglementation française afin de se rapprocher du « standard européen ». Le Comité de Place propose cependant deux mesures complémentaires afin d'éviter une dégradation de la qualité de l'information sur les frais délivrée à l'investisseur :

- renforcer la pédagogie et l'accessibilité des informations sur les frais effectivement supportés par le fonds (TFE) pour tous les fonds autorisés à la commercialisation en France (frais calculés ex-post et pour les fonds nouvellement créés, frais prévus pour le premier exercice). Ainsi, au moment de la commercialisation de l'OPCVM, le professionnel devrait expliquer, à l'investisseur, de manière didactique les différents frais et l'aider à en apprécier le montant ;
- veiller à la prise en compte du niveau des frais par les distributeurs lorsqu'ils conseillent un produit.

Recommandation 8 : aligner sur les standards européens d'une part les conditions d'agrément des OPCVM, d'autre part, les règles d'affichage des frais à la charge du souscripteur.

¹¹ Ainsi, un fonds actions français affichera, par exemple, un taux maximal de 1,5% de frais de gestion et de fonctionnement alors qu'un fonds d'un autre Etat membre affichera un taux maximal de 0,5% de frais de gestion, les frais de fonctionnement étant indiqués ex post, en cours de vie du fonds.

3.3. Poursuivre les travaux d'extériorisation de la doctrine

La visibilité et l'accessibilité de la réglementation sont indispensables au développement de la compétitivité de la Place financière française en ce qu'elles permettent aux professionnels, notamment étrangers, de connaître rapidement et aisément les formalités nécessaires à leur établissement en France et les obligations attachées à l'exercice de leur activité. Cette action a d'ores et déjà été lancée par l'AMF dans le cadre de son Plan stratégique. Le Comité de Place suggère notamment que des guides professionnels soient élaborés à cette occasion, en matière de régulation des sociétés de gestion, des OPCVM et des activités de distribution.

3.4. Accompagner l'industrie française à l'export en fluidifiant les procédures des « passeports produits » et des « passeports sociétés »

La directive OPCVM IV modifie la procédure de notification d'autorisation de commercialisation d'un OPCVM dans un autre Etat membre en transférant l'obligation de notification au régulateur du pays d'accueil, qui pesait initialement sur la société de gestion, au régulateur du pays de domicile de cette société. Une procédure de notification similaire a été adoptée pour le passeport de la société de gestion (seul le contenu du dossier diffère). Afin de favoriser l'exportation des activités de gestion et des fonds français, le Comité de Place recommande que l'AMF mette en place une organisation opérationnelle efficace et dédiée pour le traitement des demandes de passeport « out » formulées par les sociétés de gestion françaises.

Recommandation 9 : inciter à la domiciliation en France des activités de gestion en extériorisant mieux la doctrine et en mettant en place un guichet unique pour le traitement de toutes les demandes de passeport.

3.5. Favoriser le développement de la commercialisation transfrontière des fonds dans des schémas de distribution en architecture ouverte

3.5.1. Améliorer et standardiser l'information sur les OPCVM français

Faciliter la commercialisation d'OPCVM français à l'étranger nécessite de donner aux distributeurs et aux investisseurs institutionnels un accès aisé aux informations concernant les OPCVM. Au tout premier chef, il s'agit des informations techniques sur les modalités de souscription et de rachat. L'EFAMA a développé un standard européen en la matière (le FPP ou *Fund Processing Passport*). Il est donc proposé que la réalisation du FPP soit rendue obligatoire pour l'ensemble des OPCVM de droit français souhaitant être commercialisés à l'étranger. Le Comité invite par ailleurs les sociétés de gestion à utiliser le portail développé par l'AFG pour mettre à disposition des distributeurs les FPP qu'elles auront élaborés.

Dans un deuxième temps, la mise en place d'un référentiel de Place reprenant l'ensemble des informations sur les OPCVM pourrait être envisagée. Cette base de données contiendrait toutes les informations nécessaires au dialogue entre d'une part les sociétés de gestion, et d'autre part les distributeurs, les porteurs et le régulateur.

La mise en place de ce référentiel, sur lequel les associations professionnelles ont déjà travaillé, nécessitera la création d'un groupe de travail technique pour en affiner les règles de fonctionnement et le cahier des charges.

Recommandation 10 : permettre aux distributeurs, aux investisseurs notamment étrangers et aux centralisateurs d'ordres d'accéder à des informations standardisées et exhaustives concernant les OPCVM français commercialisés à l'étranger.

3.5.2. Améliorer par le marquage systématique des ordres la connaissance par la société de gestion de ses investisseurs et de son réseau de distribution

Parmi les services à valeur ajoutée fournis par les *transfer agents*¹², figurent la tenue des positions de chaque distributeur et le calcul des rétrocessions associées. La fourniture de ces services est rendue possible par la connaissance que le *transfer agent* a de l'identité des investisseurs ou des distributeurs et qu'il inscrit dans le registre de l'OPCVM. La Place française doit s'organiser pour être en mesure de développer des services équivalents. En particulier, le Comité de Place recommande la mise en place d'un marquage systématique des ordres de souscription et de rachat qui permettra à la société de gestion de connaître précisément les positions détenues par les distributeurs et d'identifier ses investisseurs afin d'adapter au mieux son offre de gestion aux besoins de ses clients.

Recommandation 11 : permettre aux sociétés de gestion, notamment par le marquage systématique des ordres, de mieux connaître le passif des OPCVM qu'elles gèrent.

¹² Cf. section 3.5.3 pour le rôle du *transfer agent*

3.5.3. Faciliter par le développement de l'ordre direct, la souscription des OPCVM français par des investisseurs étrangers en développant un modèle similaire à celui du *transfer agent*

Le schéma français de souscription dans un fonds a été initialement conçu dans une logique d'architecture fermée (distribution par la banque de détail des OPCVM de la ou des société(s) de gestion du groupe). Il repose très largement sur l'utilisation de l'infrastructure du dépositaire central qui n'a pas de relation commerciale directe avec les distributeurs ou les investisseurs. Ce système, reconnu pour son efficacité technique et sa sécurité juridique atteint ses limites dans des schémas de distribution en architecture ouverte du fait qu'il ne permet pas d'identifier aisément au niveau des sociétés de gestion les investisseurs ou les distributeurs des fonds. Dans d'autres pays européens, les ordres relatifs aux souscriptions et aux rachats dans un fonds sont traités de manière bilatérale entre les investisseurs ou les distributeurs et un *transfer agent*, qui inscrit dans le registre du fonds l'identité du porteur ou du distributeur, ce qui lui permet de fournir en permanence à la société de gestion une bonne information sur le passif des fonds qu'elle gère.

Dans ce contexte, le Comité de Place recommande de poursuivre les travaux visant à clarifier la possibilité de recourir aux ordres directs, par lesquels un investisseur ou un distributeur adresse directement l'ordre de souscription ou de rachat à la société de gestion ou au centralisateur qui inscrit alors le nom de l'investisseur ou de son distributeur dans le registre du fonds. Ce modèle qui repose sur la tenue d'un registre nominatif des investisseurs ou des distributeurs présente la souplesse et la flexibilité du modèle de *transfer agent* tout en apportant la sécurité juridique du droit français des titres.

Les deux modèles de circuit de passation des ordres qui sont complémentaires et débouchent soit sur une inscription au porteur, soit sur une inscription au nominatif pourraient alors être proposés aux investisseurs avec leurs avantages, inconvénients et coûts respectifs.

Recommandation 12 : promouvoir l'ordre direct dans un cadre juridique sécurisé afin de permettre à des investisseurs ou à des distributeurs étrangers d'établir une relation directe avec la société de gestion. Développer ainsi en France un système proche de celui du *transfer agent*.

3.5.4. Lever les obstacles à l'acceptation des ordres de souscription et de rachat par le centralisateur

Aujourd'hui, certains investisseurs étrangers ne peuvent pas investir dans des OPCVM français car les centralisateurs, parce qu'ils ne connaissent pas l'intermédiaire financier qui transmet leurs ordres, refusent de les accepter. En effet, les centralisateurs n'entendent pas supporter le risque financier potentiel qui serait lié à la défaillance de ces investisseurs qui ne régleraient pas la souscription à la date convenue. Dans la pratique, le gestionnaire investit alors même que le règlement consécutif à l'ordre de souscription n'a pas été encore effectué. Cette pratique, comme l'indiquent les professionnels, évite de diluer temporairement l'exposition des souscripteurs au marché. Cependant, dans l'hypothèse de la défaillance du souscripteur, le gestionnaire devrait "retourner" la position et il pourrait en résulter une perte pour le fonds. Il est proposé, à l'instar de ce qui se fait à l'étranger, de faire supporter par le fonds les risques attachés à cet investissement dès lors que des dispositions réglementaires et des processus opérationnels visant à sécuriser le circuit des ordres dans sa globalité seraient établis. L'AMF pourrait préciser sa doctrine sur ce sujet.

Recommandation 13 : prendre les dispositions réglementaires et opérationnelles adaptées pour minimiser le risque de perte résultant du défaut de règlement d'une souscription de parts ou d'actions d'OPCVM. Imputer la perte ou allouer le gain éventuel à l'OPCVM, comme cela est la pratique courante à l'étranger

3.6. Promouvoir les produits français et la réglementation française à l'étranger

La Place financière française a déjà entrepris, par l'intermédiaire des associations professionnelles, des actions de promotion visant à faire connaître la gestion financière française au-delà des frontières. Néanmoins, ces actions restent trop isolées, et le Comité de Place fait le constat d'une faible connaissance des fonds français et de la réglementation française par les investisseurs professionnels et les régulateurs étrangers. Le Comité de Place suggère donc de structurer et d'amplifier sans attendre les efforts de promotion de la gestion française et des OPCVM de droit français à l'étranger.

Ainsi, les membres du groupe de travail ayant souligné l'importance des mesures visant à faciliter la souscription dans des OPCVM de droit français, le Comité de Place suggère de développer des supports pédagogiques sur les modalités pratiques de souscription dans les OPCVM français à destination des distributeurs, ainsi que sur les formalités de création d'une société de gestion ou d'un OPCVM.

Recommandation 14 : mieux faire connaître les avantages comparatifs de la gestion française en associant toute la Place financière française à des actions de promotion au-delà des frontières.

ANNEXES

Annexe 1: Fiches techniques détaillant les recommandations

FICHE N°1

Recommandation 1 : transposer littéralement en France la directive OPCVM IV, à charge pour l'ESMA de veiller scrupuleusement à l'égalité de protection des investisseurs dans tous les Etats membres

OBJECTIF

La transposition en droit français de la directive OPCVM IV doit assurer la pleine compétitivité de l'industrie française par rapport aux professionnels de la gestion établis dans d'autres Etats membres. Il convient donc d'assurer que cette transposition soit achevée bien avant le 1^{er} juillet 2011 pour que les acteurs et produits français puissent bénéficier des apports et opportunités de la directive sans aucun retard.

Cela doit cependant se faire en maintenant un haut niveau de protection des investisseurs.

ORIENTATIONS

Pour assurer la pleine compétitivité de l'industrie française, la directive OPCVM IV devrait être transposée « mot à mot », à l'instar de l'approche qui avait été retenue pour la transposition de la directive relative aux Marchés d'Instruments Financiers.

Cependant, pour que la transposition de la directive OPCVM IV dans le droit national de chacun des Etats membres ne se fasse pas au détriment de la protection des investisseurs, il est essentiel que des mesures européennes permettent une harmonisation par le haut de cette protection. Ainsi, l'AMF va continuer de militer pour que l'ESMA soit investie de pouvoirs suffisamment larges pour lui permettre de veiller à un haut niveau de protection des investisseurs dans tous les Etats membres. Par ailleurs, le régulateur français veillera à mobiliser ses ressources pour que ses positions soient entendues au niveau européen.

Néanmoins, dans des cas très exceptionnels, l'absence de consensus sur l'interprétation de certaines dispositions de la directive pourrait remettre en cause certains principes de la directive et par conséquent, amoindrir la protection des investisseurs. Dans ces situations très limitées en nombre, le régulateur français serait contraint d'adopter des règles plus strictes, indispensables pour assurer un haut niveau de protection des investisseurs.

C'est notamment le cas en ce qui concerne la qualité des acteurs autorisés à assurer la gestion par délégation des OPCVM de droit français. La France considère que seules les entités habilitées à gérer des OPCVM doivent être autorisées à gérer par délégation des OPCVM français. Cette position a pour objet d'éviter un contournement du principe posé par la directive OPCVM limitant les services que peut fournir une société de gestion de portefeuille qui gère des OPCVM coordonnés. En effet, la directive limite ses activités aux seules activités de gestion de portefeuille pour compte de tiers et de conseil en investissement. Ainsi, une société de gestion n'est-elle pas habilitée à fournir, par exemple, des services d'investissements tels que la négociation pour compte propre ou la prise ferme. Cette restriction est justifiée par les conflits d'intérêts majeurs que générerait l'exercice, par une même entité, d'une activité de gestion d'OPCVM et la fourniture de services d'investissement autres que le conseil en investissement ou la gestion de portefeuille pour compte de tiers, conflits d'intérêts qui ne pourraient être gérés par la simple mise en place de procédures de gestion de ces conflits d'intérêts. L'AMF considère que le mécanisme de la délégation de gestion ne doit pas permettre de contourner le principe posé par la directive en permettant à un prestataire de services d'investissement de gérer par délégation un OPCVM alors même qu'il fournit par ailleurs des services d'investissement « interdits » pour une société de gestion de portefeuille par la directive.

Il convient de souligner que le principe posé par la directive limitant les activités d'une société de gestion d'OPCVM est essentiel pour assurer un haut niveau de protection des investisseurs. En effet, en ne respectant pas ce principe, une société de gestion pourrait ne plus être en mesure d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs ou des actionnaires. Par exemple, un prestataire de services d'investissement qui rencontre des difficultés pourrait être tenté d'investir les actifs des OPCVM qu'il gère par délégation dans les certificats de dépôt qu'il émet, alors même que les porteurs de l'OPCVM n'ont pas d'intérêt à l'investissement dans ce type d'instrument.

Ce principe ne s'oppose cependant pas à ce que la gestion d'un OPCVM soit déléguée à une entité hors Espace Economique Européen, dès lors que cette dernière est effectivement autorisée à gérer des fonds d'investissement.

Néanmoins, cette règle n'est pas appliquée dans tous les Etats membres, ainsi trois solutions apparaissent :

- le maintien de la règle existante ;
- la limitation de la règle aux OPCVM de droit français ;
- le remplacement de la règle par une obligation pour le délégataire, quelle que soit la nationalité du fonds, de mettre en place des procédures de gestion de conflits d'intérêts.

La seconde solution qui aurait la préférence du Comité pourrait cependant être facilement contournée par les professionnels. En effet, ils pourraient délocaliser leurs entités de gestion et leurs fonds dans un autre Etat membre ne limitant pas la délégation de gestion d'OPCVM et commercialiser leurs fonds sur le territoire français, via le passeport « produit ».

Ainsi, pour éviter un tel contournement, la deuxième solution devrait être accompagnée d'une autre règle : l'interdiction de commercialisation en France de fonds étrangers qui délèguent la gestion financière à une entité non habilitée à gérer des OPCVM.

FICHE N°2

Recommandation 2 : permettre à l'investisseur non professionnel de comparer les différents OPCVM commercialisés sur le territoire français en lui remettant obligatoirement un Document d'Informations Clés (KID)

OBJECTIFS

La directive OPCVM IV simplifie l'information relative aux OPCVM coordonnés qui est communiquée à l'investisseur préalablement à son investissement, en substituant au prospectus simplifié, le document d'informations clés (« KID »). Le KID doit contenir, dans un format sensiblement réduit par rapport à celui du prospectus simplifié, les informations relatives à l'OPCVM coordonné qui sont nécessaires à l'épargnant pour prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de cause.

Dans la mise en place du KID en droit français, le régulateur doit poursuivre trois objectifs majeurs :

- assurer une harmonisation de l'information fournie aux investisseurs non professionnels pour tous les OPCVM (coordonnés ou non) commercialisés sur le territoire français. Cette harmonisation de l'information devrait permettre à l'investisseur de réaliser facilement une comparaison des différents OPCVM qui lui sont proposés afin qu'il soit en mesure de prendre une décision d'investissement éclairée ;
- accompagner les professionnels dans la mise en place du KID en les aidant à rédiger ce document. En effet, pour certaines rubriques, les professionnels pourraient rencontrer quelques difficultés pour limiter leur contenu aux seules informations essentielles ;
- veiller à adopter une méthode de basculement des OPCVM existants vers le KID permettant aux sociétés de gestion de respecter facilement le délai imposé par la Commission européenne pour la mise en place de ce document.

ORIENTATIONS

Les orientations suivantes pourraient être envisagées:

➤ **Généraliser le KID à tous les OPCVM distribués auprès d'investisseurs non professionnels :**

Seule une généralisation du KID à tous les OPCVM distribués auprès d'investisseurs non professionnels leur permettra d'effectuer une comparaison des différents OPCVM qui leur sont proposés. Toutefois la gamme d'OPCVM proposée aux investisseurs particuliers contient des OPCVM spécifiques tels que les FCPE, FCPR, OPCV pour lesquels toutes les rubriques du KID, définies dans le règlement européen, pourraient être inadaptées. Ainsi, pour ces OPCVM, une réflexion devrait être menée pour adapter le KID à leurs spécificités.

En revanche, l'élaboration d'un KID resterait optionnelle pour les OPCVM destinés à des investisseurs professionnels.

➤ **Accompagner les professionnels dans la rédaction du KID :**

L'AMF se propose de publier un guide d'élaboration du KID, rubrique par rubrique, permettant aux professionnels de rédiger plus facilement leur KID et de répondre aux différentes questions déjà formulées par les professionnels.

Ce guide ne pourrait être élaboré qu'après la publication du règlement européen définissant les rubriques obligatoires du KID et en concertation avec les professionnels.

➤ **Organiser le processus de remplacement du prospectus simplifié par le KID**

○ en ce qui concerne le calendrier :

- pour les nouveaux OPCVM créés à compter du 1^{er} juillet 2011 : tous les OPCVM à vocation générale, créés à compter de cette date, devraient, au moment de leur agrément, élaborer un KID dans la mesure où le régulateur entend étendre (sauf dérogation spéciale) l'établissement de ce document à tous les OPCVM commercialisés sur le territoire français.
- pour les OPCVM existants : un délai supplémentaire pourrait être accordé aux OPCVM non coordonnés, ainsi :
 - tous les OPCVM relevant de la directive OPCVM seraient contraints de disposer d'un KID au plus tard le 1^{er} juillet 2012.
 - pour les autres OPCVM (non coordonnés), l'établissement du KID pourrait s'effectuer dans un délai raisonnable, allant au-delà du 1^{er} juillet 2012.

○ méthode du remplacement du prospectus simplifié par le KID :

Contrairement à la méthode adoptée pour le passage au prospectus simplifié, le régulateur n'envisage pas d'agréer le KID des fonds existants mais souhaite laisser aux sociétés de gestion une large autonomie dans le processus de remplacement du prospectus simplifié par le KID. Il s'attachera néanmoins à s'assurer que la société de gestion élabore leur KID conformément aux prescriptions réglementaires et aux indications du régulateur.

En revanche, l'AMF effectuera un contrôle *a posteriori* des KID élaborés par les sociétés de gestion pour leurs OPCVM. Dans le cadre de ces contrôles, elle pourrait être amenée à demander, si nécessaire, des modifications des KID.

Il est proposé, en concertation avec les professionnels, de publier, en septembre 2010, les principes retenus par le régulateur pour le remplacement du prospectus simplifié par le KID.

FICHE N°3

Recommandation 3 : intensifier le contrôle de l'information établie pour commercialiser les OPCVM auprès d'investisseurs particuliers, sans faire de distinction entre OPCVM français et étrangers

OBJECTIFS

L'objectif premier du régulateur est d'assurer la protection des investisseurs français.

Avec les opportunités transfrontières, outre les fonds français gérés par des entités françaises, pourront être proposés aux investisseurs français ;

- des OPCVM étrangers gérés par des entités françaises ou étrangères, via le passeport OPCVM ;
- des OPCVM français gérés par des entités étrangères, via le passeport société.

En conséquence, le contrôle de la structuration des produits et la supervision des prestataires ne pourrait plus porter sur l'ensemble des OPCVM commercialisés en France.

Le régulateur doit tenir compte des modifications engendrées par la directive pour veiller à continuer d'assurer un haut niveau de protection des investisseurs quel que soit l'OPCVM proposé à l'investisseur (de droit français ou étranger, géré par une entité régulée en France ou à l'étranger). Cet objectif pourrait être atteint si le régulateur français recentre sa régulation sur le contrôle de la commercialisation de tous les OPCVM commercialisés sur son territoire.

ORIENTATIONS

Les orientations suivantes pourraient être envisagées :

- Contrôler de la même façon les OPCVM français et les OPCVM étrangers commercialisés sur le territoire français

Afin de veiller à une homogénéisation de la protection des investisseurs quel que soit l'OPCVM proposé, des contrôles de commercialisation doivent être appliqués à tous les OPCVM commercialisés sur le territoire français (de droit français ou étranger, gérés directement ou indirectement par une entité française ou étrangère).

Ces contrôles devront être réalisés de manière identique que le fonds soit de droit français ou de droit étranger.

Ainsi, il y aura deux types de contrôles :

- des contrôles *a priori* systématiques : ces contrôles concernent les OPCVM qui s'adressent à des investisseurs grand public et dont la stratégie, le fonctionnement ou le risque intrinsèque peut être difficile à appréhender par ce type d'investisseurs, comme par exemple certains OPCVM structurés. Ces contrôles sont réalisés au moment de la demande d'agrément s'agissant d'un OPCVM français ou de l'autorisation de commercialisation sur le territoire français, s'agissant d'un OPCVM étranger.
- des contrôles *a posteriori* non systématiques : ces contrôles ont pour finalité de se concentrer sur des pratiques commerciales abusives et de vérifier la conformité des actions commerciales avec la réglementation.

- Etendre le contrôle de la commercialisation au-delà des documents commerciaux

Pour effectuer un contrôle étendu de la commercialisation des OPCVM, le contrôle du régulateur ne devrait pas se limiter aux seuls documents commerciaux mais couvrir largement toutes les actions que comporte la commercialisation (ciblage, argumentaire commercial, support de formation des vendeurs, mode de rémunération des vendeurs, exécution par les distributeurs de leurs obligations en matière de conseil et de vérification de l'adéquation du produit à l'expérience du client en matière financière ...), quelle que soit la personne ayant en charge ces actions (distributeur, société de gestion...).

Ce contrôle pourrait notamment prendre les formes suivantes :

- surveillance accrue des documents commerciaux et des documents internes de formation des vendeurs ;
- développement de nouveaux outils de surveillance pour détecter le plus en amont possible les dysfonctionnements éventuels (achat anonyme pour déceler les ventes abusives par exemple) ;
- développement des contrôles sur les procédures mises en place par les distributeurs relevant du champ de compétence de l'AMF ;
- contrôle plus systématique des documents commerciaux se rapportant à des produits grand public et présentant un risque de mauvaise commercialisation ;
- analyse de l'impact des modalités de rémunération des distributeurs sur les OPCVM proposés à l'investisseur.

FICHE N°4

Recommandation 4: garantir aux investisseurs, pour tous les OPCVM souscrits sur le territoire français, un accès à une information simple et pertinente leur permettant d'effectuer un choix éclairé sur les événements ou modifications liés à leur investissement.

OBJECTIF :

Aujourd'hui, les informations communiquées de façon individuelle aux investisseurs en cours de vie de l'OPCVM (notamment la lettre aux porteurs) ne sont pas facilement comprises. En effet, les investisseurs ont parfois des difficultés à extraire les informations essentielles relatives aux événements ou modifications affectant l'OPCVM et à en comprendre l'impact pour eux. Cette difficulté est souvent due au fait que ces informations sont noyées parmi des éléments techniques qui complexifient l'information communiquée.

L'objectif poursuivi par le régulateur est d'améliorer et de rendre compréhensible l'information communiquée à l'investisseur afin qu'il soit capable d'apprécier si le produit reste adapté à sa situation et à ses attentes. Pour se faire, l'information doit être simple, pertinente et intelligible.

ORIENTATIONS :

Pour améliorer l'information communiquée aux investisseurs en cours de vie de l'OPCVM, les mesures suivantes pourraient être prises:

- ***Harmoniser les règles d'information en cours de vie de tous les OPCVM commercialisés sur le territoire français :***

Les mêmes obligations d'informations des porteurs doivent être appliquées à tous les OPCVM commercialisés et souscrits sur le territoire français.

Pour faciliter la connaissance des règles d'information qui incombent aux sociétés de gestion dont les parts ou actions de fonds qu'elles gèrent ont été souscrites sur le territoire français, le régulateur se propose d'élaborer et de publier un document regroupant toutes les règles d'information applicables aux OPCVM commercialisés en France.

Ce document serait édité en français et en anglais pour permettre aux entités étrangères, commercialisant leurs OPCVM sur le territoire français, de connaître et donc respecter plus facilement les règles d'information des investisseurs français.

- ***Mieux cibler l'information en cours de vie :***

Le KID contenant, par définition, toutes les informations indispensables sur l'OPCVM, seules les modifications affectant une rubrique de ce document devraient être analysées comme une modification substantielle devant entraîner la diffusion d'une information particulière à chaque investisseur. Toutefois, la modification de certains éléments du KID n'entraîne pas d'incidence majeure pour l'investisseur (par exemple, la modification de la codification dans la base informatique). En conséquence, l'information individuelle pourrait être réservée aux transformations de l'OPCVM qui affectent l'un des éléments clés figurant dans le KID, notamment le profil de risque du fonds.

Pour les autres types de modification, l'information pourrait être communiquée par les outils technologiques tels que les courriers électroniques ou les sites Internet.

- ***Elaborer un « contenu type » pour informer les investisseurs :***

L'élaboration d'un « contenu type » de l'information communiquée à l'investisseur serait un outil efficace pour garantir la simplicité, la compréhensibilité et la pertinence de cette information.

Ce « contenu type » pourrait se focaliser sur les informations essentielles permettant à l'investisseur de comprendre les impacts des changements apportés à son fonds et le cas échéant, les options qui s'offrent à lui.

Ainsi, cette information pourrait être divisée en trois parties :

1. L'opération : cette rubrique décrirait la nature, la date et l'entité ayant délivré l'agrément de l'opération (AMF ou autres autorités de tutelle dans le cas d'un OPCVM de droit étranger). Elle pourrait également indiquer la possibilité de sortie sans frais, le cas échéant.
2. Les modifications : cette rubrique pourrait se focaliser sur les modifications affectant le profil de risque du fonds. Elle pourrait plus particulièrement préciser s'il y a oui ou non modification du profil rendement/risque.

Cette rubrique pourrait également contenir un tableau comparatif des seuls éléments modifiés sans ajout d'explication littérale.

3. Éléments d'informations permettant de prendre une décision : cette rubrique pourrait mentionner dans tous les cas :
 - la nécessité de lire le KID, celui-ci pouvant être joint au courrier (cas des fusions),
 - *a minima* le lieu où le KID peut être obtenu à tout moment (lien Internet),
 - une invitation générale à prendre régulièrement contact avec son conseiller sur ses placements.

Par ailleurs, cette rubrique pourrait, compte tenu de la modification, indiquer les 3 possibilités offertes au souscripteur :

- si la modification lui convient, le porteur n'a rien à faire,
- si la modification ne convient pas, la possibilité pour le porteur de demander le rachat de ses parts ou actions. Il pourrait bénéficier d'un conseil en vue d'un réinvestissement,
- si le porteur n'arrive pas à prendre de décision, la nécessité pour lui de contacter son conseiller.

FICHE N°5

Recommandation 5 : définir l'activité de distribution d'instruments financiers et harmoniser les obligations attachées à cette activité, quel que soit le statut du distributeur.

OBJECTIF

Le rôle du distributeur, acteur clé de la commercialisation, n'est pas clairement défini. Ce manque de clarté est notamment lié à la multiplicité des statuts légaux que peut adopter une personne distribuant des instruments financiers (exemples : démarcheur bancaire ou financier, conseiller en investissements financiers, prestataire de services d'investissement). Cette multiplicité de statuts affaiblit sensiblement la protection des investisseurs dans la mesure où les obligations et la responsabilité du distributeur pourront varier d'un statut à un autre.

Par ailleurs, en l'état actuel de la réglementation, une incertitude existe sur les obligations respectives du distributeur et du producteur. Cette incertitude est également préjudiciable à l'investisseur qui est souvent incapable d'identifier l'interlocuteur responsable en cas de difficultés.

En conséquence, une clarification des obligations respectives du producteur et du distributeur est essentielle pour améliorer la protection des investisseurs.

ORIENTATIONS

La clarification des obligations du distributeur pourrait être réalisée par les mesures suivantes :

➤ ***Organiser un travail de clarification de la réglementation à droit constant :***

La clarification de la réglementation devrait conduire à :

- recenser tous les statuts ou modes opératoires relatifs à la commercialisation des instruments financiers (démarcheurs, courtiers en assurance, compagnie d'assurance fournissant sans agrément un service d'investissement, conseiller en investissement financier, "third party marketers", agents commerciaux, agents liés, prestataires de services d'investissement fournissant un service de conseil, de réception transmission d'ordres ou de placement, plateformes etc.) ;
- déterminer le périmètre réel de responsabilité de chaque acteur vis-à-vis du producteur et de l'investisseur, depuis la prise de contact initiale jusqu'au suivi du client après la souscription ;
- établir une présentation didactique des régimes applicables, à destination en particulier des prestataires étrangers souhaitant commercialiser directement ou indirectement des OPCVM sur le territoire français.

➤ ***Imposer au distributeur les mêmes obligations en matière d'évaluation et d'information des investisseurs au moment de leur souscription initiale dans un OPCVM ou à l'occasion de toute modification substantielle de cet OPCVM***

La modification de certains éléments de l'OPCVM peut entraîner une modification de son profil rendement- risque ou de son horizon de placement de telle sorte qu'il ne corresponde plus aux objectifs, besoins ou attentes ayant motivé la souscription initiale de l'investisseur. Dans ce cas, il paraîtrait logique de traiter la transformation de l'OPCVM comme une nouvelle souscription pour l'investisseur.

Ainsi, le distributeur, dans une telle situation, devrait être tenu d'informer l'investisseur sur toutes les caractéristiques de l'OPCVM transformé comme s'il s'agissait d'une nouvelle souscription et de répondre à toute demande de conseil du souscripteur en évaluant l'adéquation et le caractère approprié pour l'investisseur du nouveau produit.

➤ ***Promouvoir une action réglementaire et/ou de doctrine:***

Cette action devrait permettre notamment de :

- définir la commercialisation ;
- préciser les obligations du distributeur vis-à-vis de l'investisseur après la souscription ;
- clarifier l'organisation des statuts de conseiller en investissements financiers et de démarcheur ;

- permettre à l'investisseur de connaître clairement qui est responsable de la commercialisation, dès la prise de contact initiale ;
- au delà des obligations respectives en matière de documents commerciaux (convention existante¹³), identifier les éléments qui devraient obligatoirement être inclus dans toute convention liant le producteur et le distributeur, comme par exemple :
 - o les conditions de recours à d'éventuelles méthodes de démarchage ;
 - o la responsabilité dans la mise en œuvre des obligations MIF, en particulier l'évaluation du client ;
 - o les conditions dans lesquelles le producteur pourra être conduit à assurer des formations auprès des distributeurs ;
 - o les obligations d'information à la charge du producteur envers le distributeur, lors du lancement du produit et au cours de sa vie ;
 - o les obligations spécifiques du distributeur vis-à-vis de l'investisseur liées à une rémunération récurrente tant que l'investisseur maintient son investissement dans le produit concerné.

➤ **Analyser avec les professionnels les autres problématiques liées à la distribution**

Cette analyse devrait traiter notamment les spécificités soulevées par les plateformes utilisées notamment par les conseillers en investissements financiers (transparence des rémunérations, connaissance des clients finaux, chaîne de responsabilités).

¹³ Décret n°2010-40 du 11 janvier 2010 relatif aux conventions entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits d'assurance sur la vie.

FICHE N°6

Recommandation 6 : adopter une réglementation et des modalités de traitement propices à l'installation et au développement des sociétés de gestion en France

1. Faciliter la création de sociétés de gestion en France

OBJECTIFS

La procédure d'agrément d'une société de gestion française est considérée par les professionnels de la gestion d'actifs comme lourde du fait du niveau de détail des informations qu'ils doivent fournir dans leur programme d'activité.

Favoriser l'installation et le développement de sociétés de gestion en France implique l'adoption d'une procédure d'agrément rapide, simple et prévisible. Une procédure d'agrément centrée sur les éléments nécessaires à l'analyse des risques engendrés par l'activité permettrait d'atteindre cet objectif. Elle éviterait, en outre, des coûts administratifs inutiles.

Par ailleurs, la charge administrative incombant, en cours de vie, aux sociétés de gestion du fait des obligations d'information de l'AMF et les délais qui en résultent lorsqu'une autorisation préalable de l'AMF est nécessaire avant l'exercice d'une activité nouvelle, peuvent constituer un frein à leur développement. Le régulateur français doit donc assouplir le plus possible cette contrainte administrative.

ORIENTATIONS

Les orientations qui permettraient de faciliter la création des sociétés de gestion et de réduire la charge administrative consisteraient à :

- **Sans remettre en cause le principe du programme d'activité, élément essentiel du système de régulation français, recentrer ces programmes d'activité sur les éléments nécessaires à l'appréciation de la maîtrise du risque par les sociétés de gestion**

Il est important de maintenir le principe d'élaboration d'un programme d'activité définissant le périmètre d'activité de la société de gestion. Ce document est un outil essentiel pour deux raisons. Tout d'abord, il permet au régulateur de vérifier que la société de gestion est apte à maîtriser les risques attachés à son activité. Ensuite, il réduit considérablement le délai d'agrément des OPCVM en permettant au régulateur de se focaliser uniquement sur les caractéristiques du produit et les conditions d'information des investisseurs, puisqu'il a déjà une bonne connaissance de la société de gestion.

Néanmoins, ce programme d'activité pourrait être simplifié en le limitant aux informations permettant au régulateur de :

- vérifier que l'organisation de la société de gestion, les moyens dont elle dispose, et le dispositif de contrôle qu'elle a mis en place lui permettent de maîtriser les risques attachés à son activité. L'objectif est d'abandonner l'approche actuelle, qui consiste à délivrer une autorisation préalable dès que la société de gestion veut mettre en œuvre une stratégie nouvelle ou un nouveau type de fonds pour la remplacer par une logique d'autorisation d'un mode d'organisation et d'exercice de l'activité. Dès lors que la société de gestion serait en mesure de démontrer que son organisation et ses moyens lui permettent d'identifier et de maîtriser les risques liés à la mise en œuvre de stratégies nouvelles ou de nouveaux types de fonds, elle bénéficierait d'une autorisation pour des blocs de compétence larges (par exemple : « dérivés complexes »), sans avoir à demander une autorisation préalable à chaque utilisation d'un nouveau type de dérivé complexe. La supervision exercée par le régulateur permettra de vérifier, a posteriori, l'effectivité de l'organisation mise en place.
- accorder une attention particulière aux sociétés de gestion développant des stratégies complexes au travers de fonds d'investissement à destination d'investisseurs particuliers. Dans ce cas, selon le niveau de structuration du dispositif de contrôle de la société de gestion, le régulateur pourrait demander des compléments d'information à la société de gestion sur la maîtrise de ses risques. En revanche, lorsque les fonds d'investissement mettant en œuvre des stratégies complexes sont destinés exclusivement à

des investisseurs qualifiés capables d'apprécier par eux-mêmes la maîtrise des risques par la société de gestion, le régulateur allégera ses demandes sur ce point.

➤ **Alléger la charge administrative des sociétés de gestion**

La simplification du programme d'activité conduit à supprimer des informations non pertinentes pour le régulateur dans son appréciation de la maîtrise du risque par la société de gestion. Cette simplification va, de fait, alléger le volume et la fréquence des mises à jour de ce programme.

Le régulateur doit par ailleurs continuer son travail de simplification administrative en veillant à supprimer toute obligation d'information à la charge des sociétés de gestion qui ne serait pas pertinente pour sa mission de surveillance. Par exemple, l'information relative au changement de teneur de compte conservateur pourrait ne plus devoir être communiquée à l'AMF.

2. Adopter un cadre réglementaire favorisant le développement de sociétés de gestion en France

OBJECTIF

Le cadre réglementaire français n'est pas toujours adapté à tous les modes d'exercice de l'activité de gestion financière.

Pour favoriser le développement de l'activité de gestion d'actifs en France, le cadre réglementaire français doit nécessairement prendre en considération les différents types d'organisation des sociétés de gestion ou contraintes d'exercice de leur activité tout en veillant à assurer la protection des investisseurs.

ORIENTATIONS

➤ **Faciliter la délégation de la fonction de valorisation**

Lorsqu'une société délègue la valorisation de ses fonds à un tiers, la réglementation lui impose d'effectuer un contrôle afin de vérifier que ce tiers remplit correctement sa mission. Ce contrôle peut s'avérer difficile notamment lorsque, du fait de la disproportion de taille entre les deux acteurs, la société de gestion est, en pratique, dans l'impossibilité de vérifier le travail du délégataire de la valorisation. Par ailleurs, le délégataire de la valorisation est en situation d'être contrôlé par toutes les sociétés dont il est le prestataire, sans que cette multiplication des contrôles n'améliore nécessairement la sécurité et l'efficacité du dispositif.

Afin de faciliter la réalisation de ces contrôles, il apparaît souhaitable que sociétés de gestion et délégataires de la valorisation disposent d'un référentiel commun des missions, bonnes pratiques et attentes de chacun. Il serait par ailleurs souhaitable que ce référentiel ait un statut suffisamment fort pour permettre aux sociétés de gestion de moduler leurs contrôles lorsque leur délégataire s'engage à respecter ce référentiel. Le cadre juridique précis de mise en œuvre de ce dispositif devra être défini en concertation avec les acteurs concernés afin d'éviter de créer des surcoûts par rapport au dispositif existant tout en garantissant son caractère opérationnel.

Il n'affectera par ailleurs en aucune manière la responsabilité de la société de gestion en ce qui concerne la valorisation de ses OPCVM.

En outre, il apparaît souhaitable de clarifier au niveau des mesures applicables au fond, les règles qu'un valorisateur étranger qui interviendrait sur un OPCVM de droit français devrait respecter (comptabilité en partie double et plus généralement normes sur les plans de comptes, périodicité de la publication des VL et double valorisation etc.) évitant ainsi toute distorsion de concurrence avec d'autres Places.

➤ **Tenir compte des contraintes des groupes de sociétés :**

Certaines sociétés de gestion sont structurées sous forme de groupe, s'appuyant sur des sociétés filiales ou sœurs parfois spécialisées et établies dans différents pays. Certaines règles aisément applicables à des sociétés indépendantes peuvent, en revanche, causer des difficultés d'application dans les groupes de sociétés, par exemple en raison d'une centralisation des principaux organes de direction dans la société mère. Le respect de la réglementation actuelle conduit alors ces sociétés à recourir à des montages juridiques complexes qui, s'ils

permettent en apparence de respecter cette réglementation, ne sont en pratique pas cohérents avec la réalité du fonctionnement de ces sociétés.

A titre d'exemple, les règles de délégation intra-groupe, ou la doctrine relative aux dirigeants, devraient être adaptées pour tenir compte de l'organisation particulière de ce type de structures comme suit :

- Dirigeants : aménager la règle relative aux dirigeants de sociétés de gestion pour les groupes afin de permettre à une personne d'être considérée comme dirigeant « à temps plein » de plusieurs structures. Ainsi, l'appréciation du temps de présence du dirigeant ne s'appréciera pas au niveau de chaque entité du groupe pour laquelle il est désigné dirigeant mais globalement (une personne pourrait être désignée comme dirigeant de 3 entités et être considérée pourtant comme dirigeant à temps plein). Les aménagements de la position sur les dirigeants dans les groupes de société doit s'accompagner d'une vigilance sur les procédures de gestion des conflits d'intérêts (muraille de chine avec les activités de banque de financement et d'investissement, articulation entre la fonction de dirigeant avec l'exercice d'une activité de conseil en investissements financiers...);
- Délégation de la gestion financière : supprimer la contrainte d'équilibre entre gestion déléguée et gestion en direct et la remplacer par une exigence de disposer de moyens réels et d'une activité consistante (la société de gestion ne doit pas être une « boîte aux lettres »). Par ailleurs, il conviendrait de continuer à prendre en compte les spécificités des groupes en leur offrant une plus grande souplesse d'organisation. Ainsi, dans les groupes organisés selon une logique de pôle d'expertise, la société de gestion française pourrait s'appuyer sur le dispositif du groupe sans dupliquer les contrôles mis en place au niveau du groupe.

➤ **Elargir les moyens pour la société de gestion de bénéficiaire d'une expertise tierce**

Le développement de l'activité de gestion peut nécessiter l'expertise d'une personne tierce, qui n'est pas forcément établie dans l'EEE.

Le concours de cette expertise peut prendre différentes formes. Pour augmenter la possibilité pour les sociétés de gestion françaises de bénéficier d'une expertise, il conviendrait de permettre :

- la fourniture d'un conseil par un tiers à la société de gestion : pour permettre à toute personne, quels que soient son statut ou son pays de domiciliation, de fournir un conseil sur instruments financiers à une société de gestion, il convient de considérer que le conseil fourni à une société de gestion ne constitue pas une recommandation personnalisée au sens de la directive MIF sauf si les différentes parties en disposent autrement. La prestation ne rentrerait ainsi plus dans le conseil en investissement visé aux articles D321-1 du Code Monétaire et Financier et 314-43 et suivants du Règlement Général de l'AMF.
- la prise en compte des souhaits du client dans les décisions d'investissement de la société de gestion : sous réserve de la faisabilité juridique et de la compatibilité avec la réglementation applicable aux investisseurs (notamment les investisseurs institutionnels), un assouplissement des règles sur la capacité d'orientation de la gestion par les clients pourrait être envisagé dans le cas de fonds dédiés ou des OPCVM contractuels. L'intervention du client pourrait prendre différentes formes (par exemple : droit de veto à certaines décisions d'investissement). Cet assouplissement implique néanmoins un encadrement assurant notamment une égalité de traitement des investisseurs lorsque le fonds d'investissement comprend plusieurs souscripteurs.
- de déléguer plus facilement la gestion financière : un élargissement des cas de délégation pourrait être envisagé en passant d'une approche de « savoir-faire » ce qui est délégué à une approche de maîtrise des risques liés à la gestion déléguée. Cela consiste pour la société de gestion à apporter une valeur ajoutée dans le processus : être en capacité de sélectionner le délégataire et de contrôler les stratégies mises en œuvre.

➤ **Elargir les activités autorisées à être fournies par les sociétés de gestion de portefeuille :**

La clientèle des sociétés de gestion souhaite parfois investir dans des produits substituables aux OPCVM comme les EMTN structurés. La distribution de ce type de produits nécessiterait, dans certains cas, une habilitation pour fournir le service d'investissement de placement.

Les sociétés de gestion qui ne sont pas soumises à la Directive OPCVM ne sont pas autorisées à exercer, en France, le service de placement, alors qu'aucun texte de niveau européen ne s'y oppose et que la fourniture de ce service est rendu parfois nécessaire pour développer les activités de la société de gestion.

Il conviendrait donc de permettre aux sociétés de gestion de type 2 (relevant la Directive MIF) de fournir, sous certaines conditions destinées à prévenir les conflits d'intérêts, un service d'investissement de placement non garanti.

Même si la directive OPCVM n'autorise pas les sociétés de gestion gérant des OPCVM coordonnés (société de gestion de type 1) à fournir le service d'investissement de placement, une réflexion pourrait être menée pour étudier dans quelle mesure, ce type de société pourrait, dans le respect des textes européens, développer une activité similaire.

Néanmoins, la possibilité pour les sociétés de gestion de commercialiser des produits substituables aux OPCVM auprès de leur clientèle devrait être assortie d'une interdiction, pour ces sociétés, de placer ces produits substituables dans les mandats de gestion et les OPCVM qu'elles gèrent.

FICHE N°7

Recommandation 7 : rationaliser et simplifier l'offre des véhicules de placements collectifs en France pour la rendre plus lisible par les investisseurs et les professionnels français ou étrangers.

OBJECTIF

La gestion d'actifs française sera d'autant plus dynamique que le dispositif de la régulation sera lisible et compréhensible par tous les acteurs, y compris étrangers. Or, avec plus de 15 types de véhicules d'investissement, le paysage de la gestion d'actifs français reste complexe tant pour les investisseurs français que pour les investisseurs ou professionnels étrangers.

L'attractivité de la Place financière française serait grandement renforcée si une rationalisation et une simplification de l'offre des véhicules de placements collectifs français la rendait plus lisible.

ORIENTATIONS

La simplification et la lisibilité de l'offre réglementaire de type de fonds d'investissement français pourraient être réalisées par une rationalisation de cette gamme :

- en fonction de la clientèle à laquelle s'adresse le fonds : ceux destinés à tout public et ceux destinés à une catégorie d'investisseurs ;
- en fonction des conditions de création de ces fonds.

Ainsi, il y aurait trois catégories de fonds d'investissement :

- les fonds destinés à tout public, soumis à agrément,
- les fonds réservés à certains types d'investisseurs soumis à agrément.
- les fonds réservés à certains types d'investisseurs soumis à une procédure de déclaration ;

La réglementation applicable à ces trois types de fonds devra tenir compte de la typologie des investissements : capital risque, immobilier, valeurs mobilières, fonds de fonds de gestion alternative.

FICHE N°8

Recommandation 8 : aligner sur les standards européens d'une part les conditions d'agrément des OPCVM, d'autre part, les règles d'affichage des frais à la charge du souscripteur.

OBJECTIF

Contribuer au développement de la compétitivité de la Place financière française en accroissant la domiciliation d'OPCVM en France nécessite d'adopter une réglementation permettant d'assurer une pleine compétitivité des fonds français par rapport à ceux créés dans d'autres pays.

La compétitivité des OPCVM français sera pleinement assurée si la réglementation qui leur est applicable s'aligne sur les standards européens, sous réserve que ces standards ne remettent pas en cause le niveau de protection des investisseurs.

Or, le Comité de Place a identifié deux domaines pour lesquels la réglementation applicable aux OPCVM français pourrait être un frein à la pleine compétitivité des fonds français : les conditions d'agrément des OPCVM et les règles d'affichages des frais à la charge du souscripteur.

Il apparaît donc important d'effectuer les aménagements réglementaires nécessaires pour supprimer toute distorsion de concurrence entre les OPCVM français et ceux créés dans d'autres Etats membres.

ORIENTATIONS

1. Les conditions d'agrément des OPCVM :

Les aménagements réglementaires des conditions d'agrément des OPCVM pourraient être :

➤ ***D'élargir les formes sociales des sociétés d'investissement***

Une SICAV peut être constituée uniquement sous forme de société anonyme dont les règles de gouvernance peuvent être inadaptées aux spécificités des véhicules d'investissement collectifs. Ainsi, les sociétés de gestion françaises ont tendance à créer principalement des fonds d'investissement mais le régime juridique applicable à ces derniers peut être difficile à appréhender pour une clientèle internationale.

Or, il existe en droit français des sociétés à règles de fonctionnement plus souples telle que la société par actions simplifiée. Le fonctionnement de cette société, essentiellement défini dans ses statuts, permettrait de régler les contraintes de la société anonyme rendant peu attractive la SICAV française.

Toutefois, le régulateur devrait préciser les règles à respecter pour créer une SICAV sous forme de SAS afin de concilier la souplesse de ce type de société avec les contraintes réglementaires des OPCVM.

➤ ***Réfléchir à un élargissement des techniques de gestion mises en œuvre par les OPCVM français***

Le régulateur devrait veiller à imposer des conditions d'agrément proches de celles retenues par ses homologues dès lors que cette approche ne contrevient pas au principe de protection des investisseurs.

Ceci impliquerait d'étudier minutieusement, toutes les stratégies et techniques de gestion potentiellement compatibles avec les dispositions de la Directive OPCVM et qui sont mises en œuvre dans d'autres Etats membres, afin d'autoriser les OPCVM français à recourir à ces techniques si elles sont compatibles avec le maintien d'un haut niveau de protection des investisseurs.

L'élargissement des techniques de gestion devrait, en contrepartie, s'accompagner d'une bonne information des souscripteurs sur les risques éventuellement associés à ces nouvelles techniques. En effet, certaines de ces techniques comportent des risques qui peuvent être difficiles à identifier et à appréhender par les investisseurs.

➤ **De supprimer la contrainte du revenu comptable pour distribuer des dividendes**

Les OPCVM de droit français peuvent distribuer uniquement des revenus comptables, limitation qui n'est pas appliquée dans d'autres Etats membres. Cette différence comptable emporte une distorsion de concurrence au détriment des fonds français.

Il conviendrait d'adopter des mesures comptables et fiscales permettant un alignement des fonds français sur les règles appliquées en matière de distribution de revenus par les OPCVM dans les autres Etats membres.

2. L'alignement des règles d'affichage des frais à la charge du souscripteur sur les standards européens

Actuellement, les sociétés de gestion ont l'obligation d'afficher, dans le prospectus de l'OPCVM :

- le total des frais sur encours, qui représentent le pourcentage de frais (hors frais de transaction) prélevé sur l'actif de l'OPCVM au cours de l'année écoulée. Ce TFE inclut donc, outre les frais de gestion, les frais administratifs, les commissions de mouvement, les frais des fonds sous-jacents (pour les fonds de fonds) et les commissions de surperformance ;
- le taux maximal des frais, incluant les frais de gestion et les frais de fonctionnement.

L'affichage du TFE est depuis devenu un standard européen et devrait être inscrit en dur dans le futur règlement européen sur le KID.

En revanche, l'affichage du taux maximal de frais de fonctionnement et de gestion n'a pas atteint, en pratique, l'objectif escompté, à savoir une pleine transparence pour l'investisseur de l'intégralité des frais qu'il supporte dans le cadre de son investissement. Ceci s'explique par l'interprétation faite par les investisseurs de ce taux. Ceux-ci ont, en effet, tendance à considérer que le taux maximal indiqué concerne uniquement les frais de gestion.

Cette interprétation est préjudiciable à l'image des fonds français car elle conduit à les considérer à tort, comme plus chers que les fonds créés dans les autres Etats membres. Ces derniers suivent une pratique très proche du standard européen. Le régulateur devrait donc s'aligner sur ce standard.

Ainsi, après cette révision réglementaire seraient mentionnés dans le prospectus:

- le total des frais sur encours, qui correspondent au pourcentage du total des frais (hors frais de transaction) prélevé sur l'actif de l'OPCVM au cours de l'année écoulée ou pour les fonds nouveaux, prévus pour l'année à venir. Ce TFE inclut donc, outre les frais de gestion, les frais administratifs, les commissions de mouvement, les frais des fonds sous-jacents (pour les fonds de fonds) ;
- les commissions de surperformance ;
- le plafond des frais de gestion

En revanche, aucun plafond ne sera appliqué aux frais de fonctionnement (dépositaire, commissaire aux comptes...) qui seront indiqués ex post ou sous la forme d'un forfait dans le KID.

FICHE N°9

Recommandation 9 : inciter à la domiciliation en France des activités de gestion en extériorisant mieux la doctrine et en mettant en place un guichet unique pour le traitement de toutes les demandes de passeport.

OBJECTIF

La directive OPCVM IV allège considérablement la procédure de notification de commercialisation des OPCVM et l'aligne sur celle de la notification du passeport société. Ainsi, afin de fluidifier la procédure, les formalités de notification à l'autorité compétente du pays d'accueil qui devaient jusqu'à présent être réalisées par la société de gestion, incomberont à l'autorité compétente de l'OPCVM.

L'AMF doit donc veiller à adopter des procédures et une organisation efficaces permettant de fluidifier la procédure de notification des passeports « out » de produits ou sociétés de gestion pour inciter les professionnels de la gestion à utiliser ces passeports depuis la France.

Par ailleurs, l'AMF doit faciliter l'extériorisation de sa doctrine pour permettre à l'industrie de la gestion d'actifs de connaître aisément et d'appliquer scrupuleusement cette doctrine.

ORIENTATIONS

- ***Pour adopter des procédures et une organisation facilitant la mise en œuvre des passeports, le régulateur devrait :***
 - faciliter les démarches des professionnels qui souhaitent « passeporter » leurs OPCVM français ou leur activité de gestion ou réaliser des opérations transfrontières, dans un autre Etat membre, en mettant à la disposition des professionnels toute l'information dont ils ont besoin pour naviguer dans la procédure de passeport (guides pédagogiques, etc.) et en les appuyant si nécessaire dans leurs démarches vis-à-vis des autres régulateurs ;
 - mettre en place un guichet unique à l'AMF afin de traiter rapidement les demandes, l'objectif étant de les traiter toutes dans des délais significativement plus courts que ceux imposés par la Directive OPCVM IV ;
 - développer une possibilité de dépôt électronique des demandes de passeport, dans la continuité de ce qui existe pour les dépôts de demandes d'agrément d'OPCVM ou la génération d'attestations de coordination (conformité à la directive) via l'extranet de la société de gestion.

- **Faciliter l'extériorisation de la doctrine suppose de :**
 - poursuivre l'élaboration de guides professionnels, en particulier dans le domaine de la régulation des sociétés de gestion et des activités de distribution, à l'instar des travaux d'extériorisation déjà entrepris pour les OPCVM.
 - améliorer le site Internet de l'AMF pour faciliter l'accès aux textes réglementaires et à la doctrine.

FICHE N°10

Recommandation 10 : permettre aux distributeurs, aux investisseurs notamment étrangers et aux centralisateurs d'ordres d'accéder à des informations standardisées et exhaustives concernant les OPCVM français commercialisés à l'étranger

OBJECTIFS

Aujourd'hui, dans un contexte de développement croissant de la distribution transfrontière des fonds, il est primordial que les investisseurs et les distributeurs situés en France comme à l'étranger, disposent de toutes les informations opérationnelles sur les fonds français, de manière standardisée et centralisée. Il en va de la visibilité nationale et internationale des fonds français.

Les travaux menés sous l'égide de l'EFAMA qui ont abouti au développement du concept de *Fund Processing Passport* (FPP) répondent à cet objectif en fournissant dans un document standardisé toutes les informations techniques et opérationnelles nécessaires à la souscription ou au rachat des parts ou actions d'OPCVM.

Le développement du FPP en France, malgré la mise en place par l'AFG d'un portail Internet permettant, via des liens simples, le renvoi aux sites des sociétés de gestion comportant ces FPP, n'a en pratique pas connu l'essor attendu. Aujourd'hui, en effet, seul un lien a pu être établi, ce qui est notablement insuffisant. Pour autant, la démarche ainsi initiée n'est pas mise en cause, parce que son intérêt est très largement reconnu. Elle constitue une toute première étape vers le développement à moyen terme d'un référentiel produits qui contiendrait, de façon centralisée, les informations exhaustives sur les fonds, mises à jour en permanence et juridiquement opposables aux tiers. Cette démarche doit ainsi être poursuivie et approfondie.

ORIENTATIONS

Pour faciliter la distribution transfrontière des fonds et accroître la visibilité sur les fonds français de la part des investisseurs notamment étrangers, les mesures suivantes pourraient être retenues :

- ***Rendre obligatoire le développement du fund processing passport pour l'ensemble des fonds français ayant vocation à être commercialisés à l'étranger***
- ***Constituer, à plus long terme, un référentiel produit***

La réflexion sur la mise en place d'un tel référentiel pourrait s'inscrire dans le cadre d'une initiative commune à plusieurs pays européens visant à bâtir un référentiel paneuropéen des fonds. Les informations contenues dans ce référentiel devraient être exhaustives, mises à jour en permanence et juridiquement opposables aux tiers.

Il est suggéré pour la mise en œuvre de ces mesures d'établir un groupe de Place restreint, dont la mission serait de proposer aux autorités françaises la mise en œuvre concrète de ces différentes réformes.

FICHE N°11

Recommandation 11 : Permettre aux sociétés de gestion, notamment par le marquage systématique des ordres, de mieux connaître le passif des fonds qu'elles gèrent.

OBJECTIF

Les sociétés de gestion disposent souvent d'informations insuffisantes sur le passif des fonds qu'elles gèrent, qu'il s'agisse des données sur les investisseurs institutionnels finaux ou des données sur leur réseau de distribution. Un tel réseau peut regrouper plusieurs distributeurs intervenant de façon successive selon une logique de chaîne. Il en résulte pour les sociétés de gestion des difficultés de deux ordres : d'une part elles ont une connaissance insuffisante de leurs investisseurs, rendant l'adaptation fine de leur gestion aux besoins de ces derniers plus difficile; d'autre part elles rencontrent des difficultés pour la gestion des commissions sur encours versées aux distributeurs.

Une initiative de place permet de suivre ces données grâce au marquage des ordres, idéalement de l'investisseur final quand il s'agit d'investisseur institutionnel jusqu'au dernier distributeur en jeu dans la chaîne.

Cette technique du marquage souffre néanmoins encore en pratique d'insuffisances, d'une part parce que tous les distributeurs ne sont pas identifiés, et d'autre part parce que le transfert des parts ou actions d'OPCVM détenues par un investisseur donné, d'un teneur de compte conservateur à un autre, ne peut pas être suivi aujourd'hui.

ORIENTATION

- ***Systématiser le marquage des ordres, en identifiant de façon précise les insuffisances dont il souffre encore, afin d'instaurer des mesures de nature à y porter remède. A plus long terme, la mise en œuvre d'un référentiel de distributeurs devrait également être envisagée.***

Il est suggéré pour la mise en œuvre de ces mesures d'établir un groupe de Place restreint, dont la mission serait de proposer aux autorités françaises la mise en œuvre concrète de ces différentes réformes.

FICHE N°12

Recommandation 12 : Promouvoir l'ordre direct dans un cadre juridique sécurisé afin de permettre à des investisseurs ou à des distributeurs étrangers d'établir une relation directe avec la société de gestion. Développer ainsi en France un système proche de celui du *transfer agent*.

OBJECTIFS

Aujourd'hui, les mécanismes relatifs à la passation des ordres de souscription ou de rachat d'OPCVM sont relativement méconnus des sociétés de gestion, des investisseurs et des distributeurs, français ou étrangers, ce qui est préjudiciable au développement de la distribution transfrontière des fonds. Il est proposé en conséquence de mettre en œuvre une pédagogie et un marketing adaptés pour remédier à cette méconnaissance.

Par ailleurs, le modèle français de tenue du passif reposant sur l'infrastructure du dépositaire central montre ses limites dans des situations particulières de distribution transfrontière, par exemple lorsque le centralisateur n'est pas en mesure d'accepter un ordre émanant d'un intermédiaire qu'il ne connaît pas ou lorsque l'investisseur refuse de passer par la chaîne classique de passation des ordres, trop lourde. Il est donc nécessaire de développer une deuxième voie de passation des ordres reposant sur l'établissement d'une relation directe entre l'investisseur ou le distributeur et la société de gestion, en permettant à un investisseur ou un distributeur d'adresser directement son ordre au centralisateur avec la possibilité d'une inscription concomitante dans le registre de l'OPCVM. Cette pratique permettrait de rapprocher le système français des systèmes reposant sur l'intervention d'un *transfer agent*, qui ont montré leur efficacité sans renoncer à la sécurité juridique apportée par le droit français des titres.

ORIENTATIONS

Pour mieux faire connaître les fonds français et l'efficacité du système français de tenue du passif ainsi que pour permettre à des investisseurs ou distributeurs étrangers d'établir une relation directe avec la société de gestion, les solutions suivantes sont envisagées :

- ***Développer une pédagogie et un marketing appropriés***

Afin de développer une pédagogie et un marketing appropriés, l'AMF et les associations professionnelles pourraient de façon concertée effectuer un travail approfondi d'explication auprès des investisseurs institutionnels, des sociétés de gestion et des distributeurs français et étrangers, pour promouvoir l'efficacité et la sécurité tant juridique que technique du système français. Ce travail pourrait être réalisé sous la forme de supports, rédigés en français et en anglais, clairs et illustrés par des schémas adaptés.

- ***Développer l'ordre direct***

Le développement de la pratique des ordres directs supposerait que le régulateur précise sa doctrine sur ce sujet afin de permettre aux investisseurs l'utilisation en tant que de besoin de ce circuit de passation d'ordres.

Il est suggéré pour la mise en œuvre de ces mesures d'établir un groupe de Place restreint, dont la mission serait de proposer aux autorités françaises la mise en œuvre concrète de ces différentes réformes.

FICHE N°13

Recommandation 13 : Prendre les dispositions réglementaires et opérationnelles adaptées pour minimiser le risque de perte résultant du défaut de règlement d'une souscription de parts ou d'actions d'OPCVM. Imputer la perte ou allouer le gain éventuel à l'OPCVM, comme cela est la pratique courante à l'étranger.

OBJECTIFS

Aujourd'hui, certains investisseurs étrangers ne peuvent pas investir dans des OPCVM français car les centralisateurs, parce qu'ils ne connaissent pas l'intermédiaire financier qui transmet leurs ordres, ne les acceptent pas. Les centralisateurs n'entendent pas supporter le risque financier potentiel lié à la défaillance d'un investisseur qui ne réglerait pas la souscription à la date convenue. Dans la pratique, le gestionnaire d'un OPCVM investit à réception de l'ordre alors même que le règlement consécutif à l'ordre de souscription n'a pas été encore effectué. Cette pratique comme l'indiquent les professionnels est à l'avantage des investisseurs qui prennent ainsi des positions au plus près du marché. Néanmoins, dans l'hypothèse de la défaillance du souscripteur, le gestionnaire devrait "retourner" la position et il pourrait en résulter un risque de perte dans un scénario de marché baissier. Il est proposé, à l'instar de ce qui se fait à l'étranger, d'imputer au fonds la perte éventuelle comme l'est déjà le gain résultant d'une souscription non suivie de son règlement, ce qui permettrait de lever les réticences des centralisateurs à accepter certaines souscriptions. Néanmoins, cela nécessitera de prendre des dispositions réglementaires et opérationnelles adaptées afin de sécuriser le circuit des ordres et minimiser ainsi le risque qu'un tel événement se produise.

ORIENTATIONS

Il convient d'éviter que des demandes de souscription d'investisseurs ne puissent pas déboucher, quand les centralisateurs, ne connaissant pas lesdits investisseurs ou les distributeurs ou les intermédiaires transmettant leurs ordres les refusent. Dans ces conditions l'orientation proposée est la suivante :

- ***Imputer la perte résultant du défaut de règlement d'une souscription à l'OPCVM***

Compte tenu du caractère exceptionnel de ce type de défaillance et du fait que l'investissement anticipé du produit des souscriptions est effectué dans l'intérêt des porteurs, la doctrine du régulateur pourrait admettre que le risque soit porté par l'OPCVM, à l'image de ce qui se pratique à l'étranger.

FICHE N°14

Recommandation 14 : mieux faire connaître les avantages comparatifs de la gestion française en associant toute la Place financière française à des actions de promotion au-delà des frontières

OBJECTIF

La commercialisation des fonds français à l'étranger reste limitée principalement parce que les produits et la réglementation française ne font pas l'objet d'une promotion forte au-delà des frontières. Certes les associations professionnelles ont entrepris des actions de promotion de la Place financière française. Pour autant, ces actions n'ont pas permis à la France d'être identifiée, par les professionnels et les investisseurs étrangers, comme une place de gestion ou d'investissement attrayante.

L'efficacité de la Promotion de la Place financière suppose une forte mobilisation de tous les intervenants dans la gestion d'actifs et une coordination des actions de promotion afin d'identifier précisément les cibles, le contenu et le calendrier de ces actions.

ORIENTATIONS

Pour mieux faire connaître la Place financière française auprès des investisseurs et professionnels étrangers, les mesures suivantes pourraient être envisagées :

➤ ***Mobiliser toutes les parties prenantes à la gestion financière :***

L'efficacité et la réussite de la promotion de la Place financière française impliqueraient une forte mobilisation de toutes les parties prenantes de la gestion d'actifs (sociétés de gestion notamment celles de taille significative et celles qui envisagent de se développer à "l'export", dépositaires, gestionnaires administratifs et comptables, consultants, cabinets d'avocats, associations professionnelles...).

➤ ***Initier, dans les plus brefs délais, l'action de la promotion de la Place***

La France n'est pas clairement identifiée, à l'international, comme une Place de gestion financière. Or, les professionnels européens de la gestion réfléchissent déjà aux impacts de la directive OPCVM IV pour leur organisation et le développement de leur activité. Il semble donc important de développer un travail de promotion de la Place financière française immédiatement pour que la France puisse être identifiée comme une opportunité avantageuse pour la poursuite de leur activité. En outre, la gestion d'actifs française et son cadre réglementaire présentent d'ores et déjà des atouts, notamment en matière de sécurité juridique, qui sont méconnus à l'étranger. Il convient donc d'en faire la promotion à l'étranger de manière plus ambitieuse.

Cette promotion devrait notamment porter sur:

- les atouts actuels de la réglementation française ;
- les réflexions engagées par le régulateur pour moderniser et améliorer la Place financière française afin de la rendre encore plus compétitive.

➤ ***Structurer et démultiplier la promotion de la place financière française après l'adoption des recommandations mentionnées dans le présent rapport***

Toutes les réformes proposées dans ce rapport devraient être mises en œuvre avant le 1^{er} juillet 2011 (date limite de transposition de la directive OPCVM IV) afin d'assurer la pleine compétitivité de la Place financière française à compter de cette date.

Dès avant cette date, la promotion de la Place financière devra donc être structurée et démultipliée afin de faire connaître les modifications apportées au cadre réglementaire de la gestion d'actifs français.

Ainsi, les actions de promotions devront expliquer en quoi la Place financière française est :

- modernisée, très compétitive et incontestablement avantageuse pour les professionnels de la gestion financière ;
- plus accueillante pour les acteurs et les produits de la gestion d'actifs parmi d'autres activités financières ;
- plus ouverte et plus accessible pour les investisseurs étrangers.

➤ ***Lancement d'une initiative de Place pour impulser, structurer et développer les actions de promotion:***

Le succès de la Promotion de la Place financière française nécessite une forte impulsion et un cadrage de la part des pouvoirs publics.

Il apparaît donc nécessaire qu'une initiative de Place, pilotée par les pouvoirs publics et animé par une personnalité de la gestion d'actifs française, soit rapidement initiée en vue de:

- déterminer les actions concrètes de promotion (publications, conférences, *road-shows*, etc.) à initier dans un premier temps très immédiat sur les atouts actuels de la Place en matière de gestion d'actifs puis, à partir de juillet 2011, sur le nouveau règlement;
- sélectionner les voies et moyens (notamment financiers) pour mettre en œuvre ces initiatives;
- programmer les actions selon un calendrier adapté;
- mobiliser toutes les parties prenantes de la gestion d'actifs sur ces actions de promotion.

Annexe 2: Eléments de réflexion sur l'environnement juridique hors régulation (fiscal et social)

1. Environnement social

CONSTAT

Des membres du Comité ont souligné que le droit du travail n'est pas toujours adapté aux fluctuations de l'activité de gestion d'actifs.

Les membres ont également souligné que l'emploi de personnel étranger peut être difficile en raison des formalités administratives (visa) parfois longues et compliquées.

SUGGESTION

Les membres du Comité appellent les autorités françaises à reconsidérer certains aspects du droit du travail pour s'adapter à certaines particularités des sociétés de gestion.

2. Environnement fiscal

CONSTAT

Les membres ont souligné que les sociétés de gestion françaises sont confrontées à une pression fiscale et sociale globale particulièrement lourde, qui résulte principalement du cumul de l'impôt sur les sociétés, de la taxe sur les salaires, de la contribution sociale de solidarité des sociétés, des nouvelles cotisations adoptées en remplacement de la taxe professionnelle, qui sont assises notamment sur la valeur ajoutée et des cotisations sociales assises sur les salaires

Par ailleurs, les membres du Comité ont indiqué que l'attractivité des OPCVM français notamment pour les investisseurs étrangers est réduite par l'existence de retenues à la source prélevées sur les revenus reçus et payés par ces organismes :

- dans les pays dans lesquels les organismes sont susceptibles d'investir : du fait de l'exonération d'impôt sur les sociétés dont bénéficient les OPCVM, ces organismes ne peuvent généralement pas être qualifiés de résidents pour l'application des conventions fiscales, ce qui les empêche de bénéficier des avantages conventionnels (réduction voire suppression des retenues à la source). Toutefois, dans certains cas, ils peuvent bénéficier de dispositions de droit interne plus favorables (notamment des exonérations).
- en France au titre des revenus versés par l'OPCVM : les revenus versés par les OPCVM à des non-résidents sont soumis à une retenue à la source en France avec un taux relativement élevé dans les conditions de droit commun. Il faut toutefois préciser que seuls sont concernés les distributions des SICAV (quelle que soit la composition de leur actif) et le coupon actions françaises des FCP. Le prélèvement forfaitaire obligatoire a en effet été supprimé pour les intérêts payés à compter du 01/03/10 (sous réserve des paiements qui seraient effectués dans un ETNC, qui supportent un prélèvement de 50%)

Enfin, les membres ont identifié que le taux élevé d'impôt sur le revenu conjugué au poids des charges sociales sont de nature à réduire l'attractivité de la Place française pour les acteurs.

SUGGESTIONS

Le Comité suggère une révision de certaines règles fiscales, à revenu constant, voire supérieur, pour l'Etats notamment :

➤ **La taxe sur les salaires :**

La taxe sur les salaires pèse fortement sur les salaires versés par les sociétés de gestion établies en France.

Cette imposition s'ajoute à la charge que représente la TVA non déductible. En effet, la taxe sur les salaires est due par les entreprises qui ne récupèrent pas (ou ne récupèrent que partiellement) la TVA et elle ne bénéficie pas d'un mécanisme de neutralisation par déduction de la taxe en amont (à la différence de la TVA). Il y a donc pour les entreprises qui y sont soumises un effet de cumul constitué par la non-déductibilité de la TVA grevant les achats et l'exigibilité de la taxe sur les salaires assise sur les rémunérations.

Sa suppression serait une incitation forte en faveur du maintien (voire de la relocalisation) des équipes de gestion en France. La mesure consisterait à supprimer la taxe sur les salaires. Compte tenu de son poids budgétaire, une "sortie en sifflet" serait envisageable à l'instar de la contribution des institutions financières (CIF) ou plus récemment de l'imposition forfaitaire annuelle (IFA).

Une solution alternative consisterait soit à établir un mécanisme de plafonnement de l'assiette de la taxe sur les salaires, soit à intégrer le montant de cette taxe dans un dispositif de bouclier fiscal applicable aux personnes morales.

➤ **Les retenues à la source affectant les OPCVM de droit français**

Les membres du Comité ont souligné que l'attractivité de la Place financière française pourrait être renforcée par :

- la suppression de toute retenue à la source sur les revenus distribués par les OPCVM de droit français : mis à part certains coupons spécifiques, les revenus distribués par les OPCVM français sont tous potentiellement soumis à une retenue à la source lorsqu'ils sont distribués à des personnes qui n'ont pas leur résidence fiscale en France, en dépit du fait qu'il existe de nombreux cas de réduction, voire d'exonération, de ces retenues en application des conventions fiscales conclues par la France.

Le fait, pour un investisseur étranger, d'avoir connaissance de l'application potentielle d'une retenue à la source, de devoir vérifier qu'il peut en être exonéré et, *a fortiori*, de devoir fournir des documents afin d'en être exonéré ou d'en obtenir le remboursement s'avère généralement rédhibitoire.

Au-delà de ce caractère rédhibitoire, la retenue à la source immédiatement exigible cause, même lorsqu'elle est remboursable en vertu d'une convention internationale, un désavantage en termes de trésorerie.

Une solution pourrait être de supprimer toute retenue à la source sur les revenus distribués par les OPCVM de droit français comme c'est déjà le cas notamment pour les OPCVM créés dans d'autres Etats membres. Il faut signaler à cet égard que la France a reçu en mars dernier un « avis motivé »¹⁴ de la Commission européenne lui demandant de modifier les règles relatives au traitement des dividendes versés aux fonds d'investissement de l'Union Européenne, au motif qu'elles portent atteinte à la liberté de circulation des capitaux. Si la France ne répond pas de façon satisfaisante, la Commission devrait saisir la Cour de Justice de la Communauté Européenne.

- la réduction des retenues à la source sur les revenus perçus par les OPCVM de droit français : les OPCVM de droit français ont encore trop souvent des difficultés à se prévaloir du bénéfice des conventions fiscales conclues par la France. Les sociétés de gestion sont donc amenées à restreindre leur univers d'investissement ou à accepter de réduire la rentabilité de l'OPCVM en supportant une retenue à la source sur les revenus des actifs étrangers sur lesquels ils choisissent d'investir.

Une solution pourrait être de poursuivre, voire renforcer, l'aménagement des conventions fiscales existantes et la prise en compte de la situation particulière des OPCVM de droit français dans les conventions fiscales en cours de négociation ce qui prendra toutefois plusieurs années. En outre, il faut être conscient du fait que si l'application des conventions est subordonnée à la fourniture de la liste des porteurs, cela est infaisable en l'état actuel des choses pour les fonds admis en Euroclear.

Des réflexions sont actuellement en cours au sein de l'OCDE, notamment à travers le rapport « implementation package » qui fait l'objet d'une procédure de consultation dans les états membres

➤ **Les règles fiscales applicables aux gérants d'OPCVM**

Les membres du Comité ont avancé que la réglementation fiscale actuelle ne favorise pas l'investissement des gérants dans leurs propres fonds. Or, cette possibilité devrait être encouragée pour deux raisons :

- Un tel investissement est de plus en plus souvent exigé par les investisseurs, en ce qu'il procède d'un alignement des intérêts gérants / investisseurs qui seront alors traités *pari passu* dans le fonds ;

¹⁴ Communiqué de presse de la Commission européenne du 18 mars 2010 (IP/10/300).

- elle permettrait d'augmenter les encours des fonds gérés et d'atteindre plus rapidement une taille critique. Enfin, une telle mesure paraît cohérente avec les discussions actuellement en cours en matière de rémunération des sociétés de gestion assurant la gestion de fonds alternatifs et, plus largement, les dispositions applicables aux établissements de crédits en matière de rémunération/bonus recommandant *in fine* la mise en œuvre de dispositif de rémunération différée corrélée aux performances de l'entreprises et du salarié.

Pour encourager les gérants à investir dans leurs propres fonds, la solution pourrait être d'instituer un régime fiscal et social de faveur qui consisterait à ne pas taxer ni assujettir aux charges sociales les rémunérations réinvesties immédiatement, sous forme de souscription en numéraire, en parts ou actions ordinaires des fonds qu'ils gèrent. Ce dispositif permettrait d'obtenir, en termes d'intéressement et de fidélisation, un effet proche de celui des stock-options et attributions gratuites d'actions, étant précisé que ces mécanismes ne sont pas adaptés au monde de la gestion notamment en l'absence de cotation des sociétés de gestion et de liquidité des titres de la société de gestion.

Ce dispositif pourrait s'organiser selon deux modalités distinctes:

- par le versement par la société de gestion d'une rémunération variable au gérant et réinvestissement immédiat par celui-ci de tout ou partie de la rémunération reçue en parts ou actions ordinaires d'un fonds qu'il gère ;
- par la souscription par la société de gestion de parts ou actions ordinaires du fonds (au moyen des commissions de gestion ou des commissions de performances encaissées) et versement de la rémunération des gérants en nature sous forme de remise des parts ou actions ordinaires ainsi souscrites.

En toute hypothèse, le bénéfice au régime fiscal et social devrait être subordonné au maintien de la participation en titres du fonds par le gérant pendant une durée minimale de détention fixée par la loi, qui pourrait être la durée de placement recommandée dans le fonds, avec une période minimum qui pourrait être de cinq ans.

➤ **Les parts de carried interest en étendant leur régime fiscal et social aux OPCVM français**

Seuls les FCPR, les FCPI, les FIP et les SCR et les entités étrangères ayant le même objet peuvent émettre des parts sociales ou actions susceptibles de bénéficier du régime spécial du "*carried interest*" (les **Titres de Carried**) qui consiste en une imposition des revenus et plus-values de cession selon le régime des plus-values au lieu d'une imposition en tant que salaire.

Il pourrait être envisagé :

- d'étendre la possibilité d'émettre des Titres de Carried à tous les OPCVM, y compris les OPCVM à vocation générale. Les Titres de Carried donneraient droit à une fraction de la surperformance dans les OPCVM à vocation générale, et à une fraction de la performance dans les OPCVM ARIA et contractuels ;
- d'étendre le régime fiscal et social de faveur des Titres de Carried aux parts et actions émises par les OPCVM dans les conditions définies ci-dessous;
- de conditionner le bénéfice de ce régime fiscal et social de faveur à un réel investissement en capital de la part des salariés de la société de gestion, qui pourrait correspondre par exemple à X mois de salaire
- de conditionner le bénéfice de ce régime au maintien de l'investissement dans le fonds pendant une durée minimale fixée par la loi, qui pourrait être la durée de placement recommandée dans le fonds ou dans un autre fonds de la société de gestion, avec une période minimum de cinq ans.

Annexe 3: Composition du Comité de Place OPCVM IV et des quatre groupes thématiques

**Comité faitier présidé par Jacques Delmas-Marsalet et
Jean-Pierre Hellebuyck**

- Paris Europlace
Arnaud de Bresson, Délégué général
- ACAM
Antoine Mantel, Secrétaire Général
- Commission Bancaire
Danièle Nouy, Secrétaire Général
- Trésor
Paul Esmein
- AF2I
Etienne Stofer (ou Philippe Haudeville, SG)
- Guillaume Prache
- Bernard Coupez
- AXA AM
Dominique Carrel-Billiard,
Directeur Général
- DNCA
M. De Vecchi,
Secrétaire général adjoint et responsable
de la conformité
- LYXOR
Alain Dubois, Président du directoire
- NATIXIS ASSET MANAGEMENT
Pascal Voisin, Directeur général
- STATE-STREET
Raphaël Remond,
Président Directeur Général
- Cabinet Sellam
Patrick Sellam
- CACEIS
Anne Landier-Juglar,
Directeur de la conformité
- BNP-PARIBAS
Mme Marianne Attal, Déontologue
- AFG
Henri de la Porte Du Theil, Président
ou Pierre Bollon, Directeur Général
- AFTI
Karima Lachgar, Délégué Général

Groupe 1 : Promotion de la Place

- Carmignac Gestion
Pascale Guillier
- HSBC Global Asset Management France
Didier Deléage
- Neufilize OBC Asset Management
Stéphane Corsaletti
- Dexia Asset Management
Pierre Ernst
- Robeco Gestions
Ali Ould-Rouis ou Frédéric Beugin
- UFG
Xavier Lépine
- Montpensier Finance
Guillaume Dard
- Cabinet Gide, Loyrette et Nouel
Stéphane Puel
- Allen & Overy
Brice Henry
- CMS Bureau Francis Lefebvre
Jérôme Sutour
- AFG
Stéphane Janin
- AFTI
Bruno Prigent
- FBF
Jean Tricou
- State Street Global Advisors France
Raphael Remond
- CACEIS
Eric Derobert
- Natixis Asset Management
Philippe Zaouati
- Paris Europlace
Arnaud de Bresson
- Trésor
Paul Esmein

Groupe 2 : Régulation des OPCVM et de la commercialisation

- CM-CIC Asset Management
William Margoline
- CAAM Group
Loïc Legouet
- La Banque Postale
Gabriel Gire
- CIP
Jean-Pierre Corbel
- AVIVA Investors France
- BNP Paribas
Bernard Gaume
- AFG
Jérôme Abisset
- FBF
Jean Tricou
- AFTI
Anita Metzger
- Natixis Asset Management
Jean-Christophe Morandea
- DNCA
Philippe de Vecchi
- AXA Investment Managers Paris
Anne Bon
- Lyxor Asset Management
Alain Dubois
- BNP Paribas
Marianne Attal
- Cabinet Sellam
Patrick Sellam
- Bernard Coupez

Groupe 3 : Régulation des sociétés de gestion

- Allianz Global Investors France
Madame Krouri Radia
- Barclays Wealth Manager France
Jean Pierre Casey
- BNP Paribas Asset Management
Bernard Gaume
- CAAM Group
Christian Boisson
- FundLogic (groupe Morgan Stanley)
Henri Casadesus
- IT Asset Management
Muriel Faure
- OFI Asset management
Isabelle Habasque
- Groupama Asset Management
Francis Ailhaud
- AFG
Eric Pagniez
- AFTI
Nadine Rigutto et Serge Bernard
- AXA Investment Managers Paris
Christian Rabeau
- Lyxor Asset Management
Alain Dubois
- ACAM- CB
Nathalie Bédier

Groupe 4 : Sujets relatifs à la tenue du passif

- Dexia RBC
Carine Echelard
- Oddo Asset Management
Olivier Rolland
- BP SS
Frédéric Perard et Florence Dwyer
- SG SS
Michèle Besse
- Euroclear
Sébastien Seailles
- AFG
Pierre-Yves Berthon
- AFTI représentée par DEXIA RBC, BPSS,
SGSS
- State Street
Bruno Noyon
- CACEIS
Anne Landier-Juglar
- DNCA
Philippe de Vecchi
- Axeltis
Marie-Laure Faller
- AXA Investment Managers Paris
Jean-Benoit Naudin