



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

RAPPORT BREXIT ET GESTION D'ACTIFS

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

Le 12 septembre 2018



RECOMMANDATIONS CONCERNANT LES ACTIVITÉS DE GESTION D'ACTIFS DANS LE CONTEXTE DU *BREXIT*

INTRODUCTION

Le 29 mars 2017, le Royaume-Uni a officiellement notifié la mise en œuvre de la procédure prévue à l'article 50 du Traité sur l'Union européenne, engageant le processus de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne communément appelé « *Brexit* ». A compter de la prise d'effet de ce retrait, le Royaume-Uni cessera d'être directement soumis aux règles édictées par les institutions européennes, sous réserve des termes finaux de l'accord à intervenir entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Ceci implique notamment que les entités établies ou opérant au Royaume-Uni ne seront plus soumises aux règles européennes applicables en matière de gestion d'actifs dans les mêmes conditions et, corrélativement, ne bénéficieront plus de certaines facilités offertes par ces règles.

Cette situation conduit à s'interroger sur les conséquences de ce retrait en matière de gestion d'actifs, tant du point de vue des acteurs établis dans les États membres de l'Union européenne que de celui des acteurs britanniques, notamment en termes d'agrément, de passeport, de commercialisation et de statut des fonds et des sociétés de gestion britanniques.

Ces conséquences revêtent une importance particulière eu égard aux interactions qui existent en matière de gestion d'actifs entre le Royaume-Uni et le reste de l'Union européenne, et notamment la France¹. Elles comportent des enjeux de stabilité financière et de sécurité juridique pour l'Europe, les acteurs de l'industrie de la gestion d'actifs et leurs clients.

En 2017, un groupe de travail constitué sous l'égide du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (« **HCJP** ») a mené une étude préliminaire sur les conséquences du retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne pour l'industrie financière et analysé les problématiques particulières liées à la localisation des opérations, à la délégation et à l'externalisation, notamment en matière de gestion

¹ En France, à fin 2015, on comptait environ 225 OPCVM et 300 FIA britanniques notifiés au titre du passeport européen et 119 sociétés de gestion britanniques exerçant en libre prestation de services ou en libre établissement. Au Royaume-Uni, à fin 2015, on comptait environ 100 OPCVM et 75 FIA français notifiés au titre du passeport européen et 47 sociétés de gestion françaises exerçant en libre prestation de services ou en libre établissement. En 2017, le volume d'actifs nets des OPCVM domiciliés en France était de 873.868 millions d'euros (soit une part de marché de 9% en Europe) et le volume d'actifs nets des FIA domiciliés en France était de 1.055.247 millions d'euros (soit une part de marché de 17,9%). En comparaison, le volume d'actifs nets des OPCVM domiciliés au Royaume-Uni était de 1.224.737 millions d'euros (soit une part de marché de 12,6%) et le volume d'actifs nets des FIA domiciliés au Royaume-Uni était de 421.321 (soit une part de marché de 7,1%). Source : EFAMA Quarterly Statistical Release, March 2018 n°72, Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2017 & Results for the full year of 2017.



d'actifs.² Ce rapport conclut que les travaux du HCJP devaient être poursuivis et approfondis dans chacun des domaines d'activités concernés (banque, assurances, services d'investissement et gestion d'actifs).

S'agissant des activités de gestion d'actifs, un groupe de travail³ a été constitué afin (i) d'approfondir les conséquences du *Brexit*, notamment sur les opérations, investissements et contrats en cours et (ii) de formuler des recommandations visant à assurer une application harmonisée de la réglementation entre les États membres de l'Union européenne et à prévenir les incertitudes, les déséquilibres et les contournements réglementaires. En particulier, cette question doit être analysée au regard, notamment, du triple impératif de préserver la sécurité juridique au sein du territoire de l'Union européenne, les intérêts économiques de l'Union européenne et l'intégrité judiciaire de l'Union européenne.

Pour les besoins du présent rapport, le groupe de travail a convenu de traiter de la gestion collective, ce qui recouvre la gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM ») et de fonds d'investissement alternatifs (« FIA »), mais aussi la gestion individuelle⁴, quand bien même cette dernière se rattache, contrairement à la gestion collective, aux services d'investissement. Le groupe de travail a également décidé d'élargir son analyse aux problématiques soulevées par le service de conseil en investissement dans le cadre de la gestion d'actifs. Toutefois, il a été convenu d'exclure les questions fiscales du champ du présent rapport.

Dans le cadre de ses travaux, le groupe de travail a entendu des représentants des associations professionnelles représentant l'industrie française de la gestion d'actifs⁵.

A la date de publication du présent rapport, le projet d'accord de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne ne contient aucune stipulation relative aux services financiers. Pour cette raison, le groupe de travail a pris pour hypothèse de travail celle d'un retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord spécifique sur les services financiers.

² Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) sur l'accessibilité du marché français par les établissements bancaires et financiers britanniques dans un environnement post-Brexit, en date du 7 novembre 2017. https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/rapport_10_f.pdf

³ La liste des membres du groupe de travail se trouve en Annexe 1 du présent rapport.

⁴ On parle de « gestion de portefeuille » au sens de la Directive MiFID (telle que définie ci-dessous) ou de « gestion de portefeuille pour compte de tiers » au sens de l'article D. 321-1 4° du CMF : « Constitue le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers ou une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L.229-7 du code de l'environnement dans le cadre d'un mandat donné par un tiers ».

⁵ La liste des personnes auditionnées se trouve en Annexe 1 du présent rapport.



Après avoir rappelé brièvement le contexte réglementaire applicable aux activités de gestion d'actifs dans l'Union européenne (1), le groupe de travail a examiné les conséquences pratiques du retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne sur la gestion d'actifs (2) et les conditions que devront remplir, une fois le *Brexit* effectif, les entités britanniques, devenues ressortissantes d'un pays tiers, notamment pour gérer un fonds établi dans l'Union européenne, commercialiser des fonds dans l'Union européenne, ou rendre dans l'Union européenne des services de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement (3). A la lumière de ces éléments, le groupe de travail a analysé les difficultés de mise en œuvre des textes européens dans le contexte spécifique du *Brexit* (4) et formulé des recommandations (5).



SOMMAIRE

Introduction	2
Sommaire	5
Résumé	7
I. Rappel du contexte réglementaire applicable aux activités de gestion d'actifs dans l'Union européenne	10
1.1 - La distinction entre gestion collective et gestion individuelle.....	10
1.2 - Les principaux textes européens applicables à la gestion d'actifs.....	10
1.2.1 - La Directive OPCVM.....	11
1.2.2 - La Directive AIFM.....	13
1.2.3 - La Directive MiFID et le Règlement MiFIR.....	15
II. La perte du statut d'État membre : conséquences juridiques en matière de gestion d'actifs	18
2.1 - Les conséquences en matière de gestion collective.....	19
2.1.1 - L'impact sur l'exercice des activités de gestion.....	19
2.1.2 - L'impact sur l'éligibilité des actifs britanniques.....	21
2.1.3 - L'impact sur les investisseurs européens et britanniques.....	22
2.2 - Les conséquences en matière de commercialisation des produits et services.....	23
2.2.1 - La commercialisation des fonds britanniques sera difficilement possible.....	23
2.2.2 - Conséquences sur les activités de commercialisation des sociétés de gestion britanniques.....	24
2.3 - Les conséquences en matière de services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.....	25
2.3.1 - Pour les nouveaux contrats.....	25
2.3.2 - Pour les contrats en cours.....	26
III. Conditions d'accès des acteurs de pays tiers au marché européen	29
3.1 - Le régime des pays tiers applicable à la gestion collective.....	29
3.1.1 - En matière de gestion et de commercialisation d'OPCVM.....	29
3.1.2 - En matière de gestion et/ou de commercialisation de FIA.....	30
3.2 - Le régime des pays tiers applicable à la fourniture de services d'investissement.....	32
3.2.1 - Implantation d'une succursale agréée dans l'Union européenne.....	32
3.2.2 - Exceptions.....	34



IV. Difficultés d'application des dispositifs existants dans le contexte du <i>Brexit</i>	37
4.1 - Difficultés d'application des textes européens aux acteurs de la gestion collective.....	37
4.1.1 - Difficultés de mise en œuvre des textes européens en matière d'agrément.....	37
4.1.2 - Difficultés d'application des textes européens en matière de substance.....	39
4.2 - Difficultés d'application en matière de services d'investissement.....	47
4.2.1 - La gestion sous mandat.....	47
4.2.2 - Le conseil en investissement.....	48
4.3 - Difficultés d'application des textes européens relatifs à la supervision.....	48
4.3.1 - Les mécanismes favorisant le dialogue entre régulateurs nationaux.....	48
4.3.2 - Consolidation du rôle de l'ESMA dans le cadre de l'externalisation et de la délégation.....	50
V. Recommandations concernant les activités de gestion d'actifs dans le contexte du <i>Brexit</i>	52
5.1 - Recommandations pour un régime de gestion extinctive.....	53
5.2 - Recommandations pour une meilleure coordination et cohérence juridique.....	54
5.2.1 - Alignement des régimes applicables dans le cadre des Directives OPCVM, AIFM et MiFID.....	54
5.2.2 - Harmonisation des régimes nationaux.....	54
5.2.3 - Clarifications de la réglementation applicable à la gestion sous mandat et au conseil en investissement.....	55
5.3 - Recommandations pour une meilleure coordination et cohérence institutionnelle.....	55
Conclusion	57
Liste des annexes	58
Annexe 1 : Composition du groupe de travail « <i>Brexit</i> et gestion d'actifs »	59
Annexe 2 : La refonte du statut des EI et des SGP	62



RÉSUMÉ

Le présent rapport a été préparé avec pour objectif d'approfondir dans le secteur de la gestion d'actifs les problématiques identifiées dans les travaux préliminaires du HCJP sur les impacts du *Brexit* en matière de droit financier.

La gestion d'actifs regroupe la gestion collective, c'est-à-dire la gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la gestion de fonds d'investissement alternatif (FIA), et la gestion (dite individuelle) de portefeuille qui est un service d'investissement consistant à gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles dans le cadre d'un mandat.

Les travaux du groupe de travail se sont concentrés sur les conséquences juridiques du *Brexit* sur la gestion collective, la gestion de portefeuille et le service de conseil en investissement, du point de vue des fonds, des gérants et des clients-investisseurs. La situation des autres acteurs de la gestion d'actifs, comme les dépositaires et les commissaires aux comptes, ainsi que les conséquences fiscales du *Brexit* ont également été écartées des analyses du groupe de travail. Le groupe de travail a pris pour hypothèse un retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord spécifique sur les sujets intéressant la gestion d'actifs.

Le rapport commence par dresser les conséquences immédiates liées à la perte du statut d'État membre au jour du *Brexit*, les conditions d'accès des acteurs de pays tiers au marché européen post-*Brexit* et les difficultés d'application des dispositifs existants dans le contexte du *Brexit*. A partir de ces analyses, le groupe de travail s'est efforcé de formuler des recommandations.

En matière de gestion collective, la perte du statut d'État membre aura pour conséquence que les gestionnaires britanniques ne pourront plus gérer des OPCVM ou des FIA de l'Union européenne, sauf adoption par la Commission européenne d'une décision de reconnaissance d'un régime de pays tiers. Réciproquement, un gestionnaire français ne pourra plus gérer un OPCVM ou un FIA britannique, à défaut de reconnaissance de son agrément au Royaume-Uni. En outre, certains actifs britanniques pourraient voir leur éligibilité exclue ou réduite à l'actif de certains fonds de l'Union européenne et les règles d'investissement propres à certains investisseurs pourraient restreindre voire prohiber des investissements dans des actifs britanniques devenus actifs de pays tiers.

En matière de commercialisation, les OPCVM et FIA britanniques ne pourront plus être commercialisés dans le cadre des passeports « *commercialisation* » prévus par les Directives OPCVM et AIFM. De surcroît, les sociétés de gestion britanniques ne pourront plus commercialiser des fonds dans l'Union européenne, sauf à bénéficier de régimes de placement privé de droit national, lorsqu'ils existent.

En matière de services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, les sociétés de gestion britanniques perdront le bénéfice du passeport européen à compter du *Brexit*. Dès lors,



la validité des contrats conclus en la matière avant le *Brexit* et dont l'exécution doit se poursuivre post-*Brexit* pose question. Sur le plan civil, si la nullité de tels contrats du fait du *Brexit* et de la perte corrélative du passeport ne paraît pas être encourue, la caducité du contrat pourrait être retenue. Sur un plan pénal, la prestation de ces services post-*Brexit* sans agrément constitue une violation du monopole des prestataires de services d'investissement passible de sanction. En tout état de cause, la fin non-programmée des mandats de gestion ou de conseil en investissement pourrait être préjudiciable aux clients établis dans l'Union européenne.

Post-*Brexit*, une société de gestion britannique devra établir une filiale dans un État membre pour pouvoir continuer à gérer et à commercialiser un OPCVM de l'Union européenne. Contrairement à la Directive OPCVM, la Directive AIFM comporte un régime spécifique applicable aux gestionnaires de pays tiers et à la commercialisation de fonds de pays tiers. Ce régime de pays tiers qui, à ce jour, n'a pas été mis en œuvre par la Commission européenne, permet à un gestionnaire de pays tiers, qui est agréé dans l'Union européenne, de commercialiser ses parts de FIA dans l'Union européenne exclusivement auprès d'investisseurs professionnels et en bénéficiant du passeport. Post-*Brexit*, il appartiendra à la Commission européenne de considérer l'application éventuelle de ce régime de pays-tiers au Royaume-Uni.

En matière de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, la Directive MiFID ouvre la possibilité aux entreprises de pays tiers de fournir des services d'investissement à des clients de détail et des clients professionnels sur option via une succursale implantée dans l'Union européenne. Le Règlement MiFIR permet aux entreprises de pays tiers de rendre directement des services à des clients professionnels ou à des contreparties éligibles directement, sans établir de succursale dans l'Union européenne, sous réserve de l'obtention d'une décision d'équivalence de la Commission européenne. En l'absence d'une telle décision, les régimes nationaux peuvent prévoir la délivrance d'un agrément à une entreprise de pays tiers aux conditions fixées par le droit national, mais sans passeport. D'autres mécanismes prévus par les textes permettent également aux entités britanniques de rendre des services à des clients professionnels et des contreparties établis dans l'Union européenne, comme la « *reverse solicitation* ».

L'ESMA a publié des avis relatifs à la mise en œuvre des textes européens applicables à la gestion d'actifs dans le contexte du *Brexit*. Si les précisions apportées par ces avis sont précieuses, il serait souhaitable qu'elles soient approfondies sur certains aspects, voire qu'elles passent en droit positif. Il s'agit d'autant d'améliorations qui contribueraient à un *Brexit* ordonné, mais, plus généralement, à une meilleure application de ces textes à l'échelle européenne. En matière d'agrément, l'ESMA préconise notamment aux autorités nationales de ne pas octroyer d'agrément si elles identifient un risque que le choix d'un État membre ait été guidé par des raisons d'arbitrage réglementaire et d'évaluer la proportionnalité de la conduite des activités transfrontières de l'entité qui sollicite l'agrément au regard du volume et de la complexité de ces activités. En matière de substance, les avis de l'ESMA abordent principalement la question de la délégation des fonctions support plus que celle de la gestion d'actifs. De même, les seuils objectifs applicables en matière de gouvernance gagneraient être précisés.



La principale difficulté d'application des textes en matière de gestion sous mandat et de conseil en investissement concerne la localisation du service. Il serait souhaitable d'obtenir une clarification des régulateurs sur ces questions afin de préciser la définition et les critères de localisation de ces services. Si cette question n'est pas nouvelle, elle ne manquera pas de se poser de manière récurrente dans le contexte du *Brexit*.

En matière de supervision, le mécanisme de coordination des autorités nationales au sein de l'ESMA gagnerait à être renforcé et développé. La proposition de règlement réformant les autorités européennes de surveillance prévoit des mesures permettant à l'ESMA de rendre des avis sur les projets de délégation ou d'externalisation qui lui sont notifiés, allant jusqu'à lui permettre de remettre en cause des délégations déjà accordées. Cette approche nécessite de revoir le partage des compétences entre autorités nationales et autorités européennes, même si, force est de constater, que l'ESMA a toute légitimité pour coordonner au sein de l'Union européenne les relations avec les gestionnaires de pays tiers.

Pour conclure et, dans un souci de préserver les intérêts des clients-investisseurs, le groupe de travail recommande l'instauration d'une période de gestion extinctive destinée à apurer les situations les plus problématiques, comme par exemple, la perte du passeport gestion. Enfin, les réflexions menées dans le cadre du groupe de travail conduisent également à proposer des mesures d'amélioration de la performance du droit européen en matière de gestion d'actifs, et notamment (i) un alignement des régimes applicables dans le cadre des Directives AIFM, OPCVM et MiFID en matière de substance, (ii) une revue des régimes nationaux qui subsistent pour la commercialisation et la fourniture de produits et services, et (iii) une meilleure coordination institutionnelle.



I- Rappel du contexte réglementaire applicable aux activités de gestion d'actifs dans l'Union européenne

1.1 - La distinction entre gestion collective et gestion individuelle

La gestion d'actifs peut être définie comme le service pouvant être fourni, selon le cas, par une société de gestion ou un autre prestataire de services d'investissement, voire une entité non régulée, consistant à gérer un fonds, c'est-à-dire un placement collectif constitué des sommes mises en commun par des clients-investisseurs (« *gestion collective* ») ou à gérer un portefeuille individuel d'actifs financiers pour le compte d'un client-investisseur selon des termes et conditions convenus au préalable (« *gestion individuelle* » ou « *gestion de portefeuille* »).

La gestion individuelle (autrement appelée « *gestion discrétionnaire* », « *gestion de portefeuille* » en droit de l'Union européenne, ou « *gestion de portefeuille pour le compte de tiers* » en droit français) s'adresse à une clientèle disposant de capitaux ou d'avoirs suffisants pour bénéficier de services individualisés dans le cadre d'un contrat de mandat bilatéral conclu entre le client-investisseur et le prestataire. Afin de sélectionner leur mandataire, les investisseurs institutionnels recourent de plus en plus à des appels d'offres.

La gestion d'actifs peut être également collective et prendre la forme de produits offerts à un ensemble de clients-investisseurs selon les mêmes termes et opérés au travers de fonds ou de véhicules dédiés (OPCVM et/ou FIA). Dans le cadre de cette gestion collective où l'intermédiaire propose des placements collectifs, l'investisseur souscrit à ces placements, ce qui permet une mutualisation des risques et la possibilité pour le client-investisseur d'investir des montants moins importants.

Les placements collectifs⁶ regroupent, en droit français, les OPCVM⁷, les FIA⁸ et les « *Autres placements collectifs* ».

1.2 - Les principaux textes européens applicables à la gestion d'actifs

En France, la réglementation de la gestion d'actifs prend sa source essentiellement dans le droit de l'Union européenne. Tenant compte de ce que ces types de gestion ont des implications très

⁶ Article L. 214-1 du Code monétaire et financier (« *CMF* »).

⁷ Les OPCVM sont des organismes de placement collectif agréés qui présentent trois caractéristiques fondamentales : ils sont en principe ouverts au public, investis selon des règles de répartition des risques dans des actifs liquides et ouverts en permanence à la souscription et au rachat.

⁸ Les FIA sont des fonds investis dans des actifs dits « *alternatifs* », qui peuvent être non liquides (immobilier, private equity, infrastructure...) et, par voie de conséquence, ils peuvent ne pas être ouverts en permanence à la souscription et au rachat et s'adressent plutôt à une clientèle professionnelle.



différentes pour les gestionnaires, les clients, la nature des services rendus et la manière de rendre ces services, le corpus réglementaire européen reprend cette *summa divisio* entre la gestion collective et la gestion individuelle. Ainsi, la Directive OPCVM⁹ et la Directive AIFM¹⁰ traitent de la gestion collective, tandis que la Directive MiFID¹¹ et, dans une moindre mesure, le Règlement MiFIR¹² réglementent la gestion individuelle.

1.2.1 - La Directive OPCVM

La notion d'OPCVM est définie de manière générale par la Directive OPCVM¹³. Il s'agit d'organismes établis sur le territoire des États membres de l'Union européenne faisant l'objet d'un agrément octroyé par l'autorité compétente de l'État Membre et ayant pour objet exclusif le placement collectif en valeurs mobilières ou dans d'autres actifs financiers liquides. Le placement doit provenir de capitaux recueillis auprès du public et doit être géré conformément au principe de la répartition des risques. Les parts ou actions des OPCVM doivent être rachetables ou remboursables à tout moment à la demande des porteurs, ce qui leur donne leur qualification usuelle de « *fonds ouverts* ».

Les OPCVM peuvent revêtir une forme contractuelle (fonds commun de placement géré par une société de gestion et non doté de la personnalité morale), de *unit trust* ou une forme sociétale (société d'investissement dotée de la personnalité morale).

La Directive OPCVM est une directive d'harmonisation minimale, ce qui signifie que les États membres peuvent soumettre les OPCVM établis sur leur territoire à des dispositions plus rigoureuses que celle de la directive et à des exigences supplémentaires, sous réserve qu'elles ne soient pas contraires à la Directive OPCVM. Elle ne s'applique pas aux organismes de placement collectif (« OPC ») dont la vente des parts est réservée au public de pays tiers, notamment.

La Directive OPCVM contient des règles applicables aux OPCVM, aux sociétés de gestion, aux dépositaires, à la protection des investisseurs ainsi qu'à la surveillance et à la supervision des OPCVM.

⁹ 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) (telle que modifiée) (« **Directive OPCVM** »). Il est précisé que la Directive OPCVM a été élargie aux États parties à l'accord sur l'Espace Économique Européen.

¹⁰ Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010 (telle que modifiée) (« **Directive AIFM** »).

¹¹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (telle que modifiée) (« **Directive MiFID** »).

¹² Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n°648/2012 (tel que modifié) (« **Règlement MiFIR** »).

¹³ Article 1(2) de la Directive OPCVM.



Elle fixe des règles relatives à l'agrément de l'OPCVM ; on parle alors d'« *agrément produit* ». Elle prévoit également des règles relatives aux actifs dans lesquels les OPCVM peuvent investir (valeurs mobilières, parts d'OPC, etc.) et à leur diversification. Elle règlemente également les fusions d'OPCVM ainsi que le schéma d'OPCVM maître et nourricier, c'est-à-dire le schéma dans lequel un OPCVM, dit OPCVM nourricier, investit au moins 85% de ses actifs dans un autre OPCVM, dit OPCVM maître, ou dans un compartiment de celui-ci. Des dispositions précisent les opérations que peut conclure un OPCVM, notamment en matière d'endettement, ainsi que les obligations de l'OPCVM en matière de rachat et de remboursement des parts. Elle prévoit enfin des règles de commercialisation transfrontière des parts de l'OPCVM dans les États membres autres que celui dans lequel il est établi, on parle de « *passport produit* ».

En ce qui concerne les sociétés de gestion, la Directive OPCVM fixe le principe et les conditions de l'agrément des sociétés de gestion et des sociétés d'investissement, on parle alors d'« *agrément acteur* ». La Directive OPCVM fixe les conditions d'exercice par la société de gestion de son activité et, notamment, les conditions dans lesquelles celle-ci peut déléguer l'exercice de l'une de leurs fonctions (dont la fonction de gestion). Les sociétés de gestion sont également soumises à des règles de bonne conduite et doivent établir des politiques et des pratiques en matière de rémunération. Ces sociétés de gestion peuvent bénéficier d'un passeport leur permettant d'exercer sur le territoire d'un autre État membre l'activité pour laquelle elles ont reçu un agrément, tant par le biais de la création d'une succursale (libre établissement) que directement (libre prestation de services).

La Directive OPCVM règlemente également le statut et les activités des dépositaires d'OPCVM. Le dépositaire, qui doit avoir son siège dans l'Union européenne, a la charge de conserver les actifs détenus par l'OPCVM et ne peut réutiliser, distribuer ou réaliser ces actifs. Il contrôle *ex post* la régularité des décisions de l'OPCVM, assure le suivi des flux de liquidité, et est soumis à des obligations d'information envers la société de gestion quant aux opérations affectant les actifs sous gestion. Des règles particulières sont également fixées en matière d'organisation, de bonne conduite et de conflit d'intérêts. La faculté de déléguer l'exercice de ses fonctions à des tiers est encadrée par la Directive OPCVM.

En outre, la Directive OPCVM prévoit des règles en matière d'information des investisseurs telle que la publication par la société de gestion d'un ensemble de documents mis à la disposition des investisseurs (tels que prospectus, rapport annuel, rapport semestriel ou document d'information clé pour l'investisseur). D'autres informations, comme le prix de rachat ou de remboursement des parts, doivent être rendues publiques et accessibles à l'investisseur.

La Directive OPCVM ne comporte pas de régime spécifique applicable aux entités de pays tiers ¹⁴, dans la mesure où par nature l'OPCVM est un véhicule dont l'une des caractéristiques est d'être domicilié dans l'Union européenne.

¹⁴ L'article 9 de la Directive OPCVM renvoie seulement aux dispositions de la directive 2004/39/CE dite « MiFID I » sur les relations avec des pays tiers qui concernent la réciprocité.



Une récente proposition de réforme sur la distribution transfrontière des fonds a pour objet de faciliter la distribution des OPCVM et FIA au sein de l'Union européenne. La Proposition de Directive¹⁵ modifie notamment la Directive OPCVM en interdisant aux États membres d'exiger une présence physique de la société de gestion d'OPCVM dans les États membres où elle a l'intention de commercialiser des parts ou actions d'un OPCVM¹⁶. En lieu et place, les sociétés de gestion pourront recourir à des moyens électroniques de communication à distance avec les investisseurs et à la mise en place de facilités permettant de prendre en charge la souscription, les paiements et le rachat ou le remboursement des parts. Une récente proposition de règlement¹⁷ vise quant à elle à proposer des règles en matière de communication publicitaire et de transparence.

1.2.2 - La Directive AIFM

Cette Directive s'applique aux gestionnaires¹⁸ établis dans l'Union européenne ou dans un pays tiers qui gèrent et/ou commercialisent dans l'Union européenne des FIA de l'Union européenne ou de pays tiers. Un FIA est défini par la Directive AIFM comme étant un organisme de placement collectif qui lève des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ses investisseurs et qui ne sont pas soumis à un agrément au titre de la Directive OPCVM¹⁹.

Les FIA sont des fonds qui peuvent être de types ouverts ou fermés, en ce sens qu'à la différence des OPCVM, les parts ou actions des FIA n'ont pas à être en principe rachetables ou remboursables à tout moment à la demande des porteurs. Ils peuvent revêtir une forme contractuelle ou de *trust*, une forme sociale ou toute autre forme juridique. Les FIA peuvent être ouverts à des investisseurs professionnels et à des investisseurs non professionnels.²⁰

¹⁵ Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2009/65/UE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la distribution transfrontière des fonds commun de placement, 2018/0041 (COD), COM(2018) 92 final, 12 mars 2018 (la « Proposition de Directive »).

¹⁶ Voir notamment Article 1(5) de la Proposition de Directive.

¹⁷ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil visant à faciliter la distribution transfrontière des fonds communs de placement et modifiant les règlements (UE) n°345/2013 et (UE) n° 346/2013, 2018/0045 (COD), COM(2018) 110 final, 12 mars 2018.

¹⁸ Définis par l'article 4(1)(b) de la Directive AIFM comme « les personnes morales dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs FIA ».

¹⁹ Cette définition est reprise au I de l'article L. 214-24 du CMF.

²⁰ En France, sont notamment des FIA, ceux listés en tant que tels par le CMF, lesquels comprennent des FIA réservés à une clientèle professionnelle (ou assimilée) et ceux ouverts au public, à savoir : les fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), les fonds professionnels à vocation générale (FPVG), les fonds de capital investissement (comprenant les FCPR, les FCPI, les FIP et les FPCI), les organismes de placement collectif immobiliers (OPCI), les organismes professionnels de placement collectifs immobiliers, les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), les sociétés d'épargne forestière (SEF) et groupements forestiers d'investissement (GFI), les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF), les fonds de fonds alternatifs, les sociétés de libre partenariat (SLP), les fonds d'épargne salariale (sociétés d'investissement à capital variable d'actionnariat salarié et fonds commun de placement d'entreprise), les fonds professionnels spécialisés (FPS), les fonds professionnels de capital-investissement, les organismes de financement, les organismes de titrisation et les organismes de financement spécialisé.



Les fonds de capital-risque européens dits « *EuVECA* »²¹, les fonds d'entrepreneuriat social européen dits « *EuSEF* »²² et les fonds européens d'investissement à long terme dits « *ELTIF* »²³ font l'objet de règlements européens particuliers.

Contrairement à la Directive OPCVM, la Directive AIFM est une directive d'harmonisation maximale. En d'autres termes, elle fixe des règles impératives pour rapprocher au maximum les réglementations des États membres, tout en ménageant certaines options aux États membres.²⁴

La Directive AIFM fixe des règles relatives aux gestionnaires et aux dépositaires, des exigences de transparence, des règles relatives à la commercialisation des fonds ainsi que des règles en matière de supervision. A l'instar de la Directive OPCVM, la Directive AIFM exige un agrément du gestionnaire par une autorité nationale selon des critères fixés par la directive. Elle fixe également les conditions permettant à un gestionnaire d'exercer son activité de gestion et des règles en matière de gestion des conflits d'intérêts, de gestion des risques et de la liquidité, et de politique de rémunération. La Directive AIFM fixe également des exigences organisationnelles. A l'instar de la Directive OPCVM, la Directive AIFM autorise et régit la délégation de fonctions à des tiers (y compris la fonction de gestion). Elle comporte aussi des règles spécifiques pour la gestion de FIA recourant à l'effet de levier et de FIA qui acquièrent le contrôle de sociétés non cotées.

A la différence de la Directive OPCVM, la Directive AIFM ne détaille pas le régime juridique des FIA.

La Directive AIFM encadre les activités des dépositaires de manière similaire à la Directive OPCVM et permet notamment aux dépositaires de déléguer certaines fonctions à des tiers.²⁵

En matière de transparence, la Directive AIFM n'exige pas la publication d'un prospectus mais exige l'établissement d'un rapport annuel, la rédaction d'un règlement du fonds ou de la documentation constitutive du fonds. Elle comporte des règles spécifiques relatives à la commercialisation auprès d'investisseurs de détail.

²¹ Règlement (UE) n° 345/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens.

²² Règlement (UE) n° 346/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens.

²³ Règlement (UE) 2015/760 du Parlement Européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

²⁴ Notamment en ce qui concerne l'application d'un régime local de commercialisation ne permettant pas de bénéficier du passeport européen. (Voir l'article 36 de la Directive AIFM.)

²⁵ En revanche, ces deux Directives prévoient un régime de responsabilité différent en ce qui concerne la délégation de la conservation d'actifs.



La Directive AIFM fixe des règles spécifiques en matière de gestion et de commercialisation de FIA dans l'Union européenne par des gestionnaires établis dans l'Union européenne – règles qui sont similaires à celles de la Directive OPCVM. Ces règles permettent notamment la commercialisation par un gestionnaire établi dans un État membre de FIA qu'il gère dans son État d'origine, mais aussi auprès de clients professionnels dans tout autre État membre ; il s'agit du passeport « *commercialisation* ». La Directive AIFM prévoit également un passeport « *gestion* » permettant à un gestionnaire établi dans l'Union européenne de gérer des FIA d'un autre État membre de l'Union européenne (voire d'un pays tiers), sous réserve de son agrément dans son État membre d'origine.

Toutefois, contrairement à la Directive OPCVM, la Directive AIFM contient des règles spécifiques concernant les pays tiers relatives à la commercialisation dans l'Union européenne d'un FIA de pays tiers géré par un gestionnaire établi dans l'Union européenne (avec ou sans passeport) ou d'un FIA par un gestionnaire établi dans un pays tiers.

La Proposition de Directive introduit dans la Directive AIFM des dispositions autorisant les gestionnaires de FIA à tester une idée ou une stratégie d'investissement auprès d'investisseurs professionnels dans le cadre d'une activité dite de « *pré-commercialisation* »²⁶. La Proposition de Directive ne permet pas cependant de promouvoir un FIA déjà établi sans procéder à une notification. A l'instar des modifications proposées pour la Directive OPCVM, la Proposition de Directive prévoit que les gestionnaires pourront recourir à des moyens électroniques de communication à distance avec les investisseurs de détail uniquement, et la mise en place de facilités permettant de prendre en charge la souscription, les paiements, et le rachat ou le remboursement des parts. La Proposition de Directive interdit aux États membres d'exiger une présence physique de la société de gestion dans les États membres où elle a l'intention de commercialiser des parts ou actions d'un FIA pour exécuter ces tâches.

1.2.3 - La Directive MiFID et le Règlement MiFIR

La Directive MiFID traite des services d'investissement, parmi lesquels le service de gestion de portefeuille (défini comme « *la gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuille incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par le client* »²⁷) et le service de conseil en investissement (défini comme « *la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* »²⁸).

²⁶ La *pré-commercialisation* est un terme défini dans le cadre de la Proposition de Directive de la manière suivante : « *la fourniture directe ou indirecte d'informations sur des stratégies d'investissement ou des idées d'investissement par un gestionnaire ou pour son compte à des investisseurs professionnels domiciliés ou enregistrés dans l'Union afin d'évaluer l'intérêt de ces derniers pour un FIA non encore établi* ». (Article 2(1) de la Proposition de Directive).

²⁷ Article 4(1)(8) de la Directive MiFID transposé à l'article D. 321-1, 4° du CMF.

²⁸ Article 4(1)(4) de la Directive MiFID transposé à l'article D. 321-1, 5° du CMF.



En matière de gestion d'actifs, la Directive MiFID contient des règles relatives à l'agrément nécessaire pour rendre les services de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement, des règles relatives à la protection des clients, des règles en matière de passeport européen, ainsi que certaines dispositions sur la fourniture de services d'investissement par des entreprises issues de pays tiers.

La Directive MiFID²⁹ et le Règlement MiFIR³⁰ organisent les conditions dans lesquelles une entreprise de pays tiers peut rendre des services d'investissement dans l'Union européenne, directement ou via l'implantation d'une succursale.

Avant l'Ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017³¹ (l'« **Ordonnance** ») qui est venue compléter la transposition de la Directive MiFID, les sociétés de gestion de portefeuille gérant des OPCVM et FIA et les sociétés de gestion gérant des portefeuilles individuels étaient soumises au régime des entreprises d'investissement³². L'objectif du législateur français était notamment de leur appliquer les standards élevés de la directive 2004/39/CE (dite « **Directive MiFID 1** »), notamment en matière de règles d'organisation et de bonne conduite qui n'étaient alors pas détaillées dans la Directive OPCVM (telle que modifiée). Or, l'application de ces règles ne présentait plus d'intérêt depuis l'introduction de règles d'organisation et de bonne conduite au sein des Directives OPCVM³³ et FIA³⁴. De surcroît, qualifier les sociétés de gestion de portefeuille d'entreprises d'investissement aurait entraîné l'application à l'activité de gestion collective des sociétés de gestion de portefeuille des dispositions nouvelles de la Directive MiFID, ce qui aurait conduit à une « *sur-transposition* »

²⁹ Titre II, Chapitre IV de la Directive MiFID.

³⁰ Titre VIII du Règlement MiFIR.

³¹ Ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement, prise sur habilitation de la loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite « loi Sapin 2 »).

³² Article L. 531-4 ancien du CMF : « Les entreprises d'investissement sont des personnes morales, autres que les établissements de crédit, qui fournissent des services d'investissement à titre de profession habituelle. ».

Article L. 531-9 ancien du CMF : « I. – Les sociétés de gestion de portefeuille sont les entreprises d'investissement qui fournissent, à titre principal, le service d'investissement mentionné au 4 de l'article L. 321-1 ou qui gèrent un ou plusieurs : 1° OPCVM ; 2° FIA ; 3° OPCVM de droit étranger agréés conformément à la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 ; 4° FIA de droit étranger relevant de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 ; 5° « Autres placements collectifs » [...] ».

³³ Pour les OPCVM, depuis la 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) (dite directive OPCVM IV) modifiée et la directive 2010/43/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion.

³⁴ Pour les FIA, depuis la Directive AIFM et le règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance le « **Règlement Délégué AIFM** »).



de cette directive qui aurait eu pour effet de placer les sociétés de gestion agréées en France dans une situation concurrentielle défavorable³⁵. C'est pourquoi l'Ordonnance a modifié la définition des entreprises d'investissement de la manière suivante : « *Les entreprises d'investissement sont des personnes morales, autres que les sociétés de gestion de portefeuille et les établissements de crédit, qui sont agréées pour fournir à titre de profession habituelle des services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1* »³⁶. Cette nouvelle rédaction établit une ligne de démarcation claire en droit français entre le régime applicable aux sociétés de gestion de portefeuille tel que résultant des Directives OPCVM et AIFM et celui applicable aux entreprises d'investissement régies par la Directive MiFID.

Toutefois, si les sociétés de gestion de portefeuille ne sont plus des entreprises d'investissement, elles demeurent des prestataires de services d'investissement³⁷ en droit français. La définition de prestataire de services d'investissement, qui regroupe les entreprises d'investissement, les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement et les sociétés de gestion de portefeuille, n'a en effet pas été modifiée lors de la transposition de la Directive MiFID.

Les sociétés de gestion de portefeuille agréées pour gérer des OPCVM ou des FIA peuvent fournir les services d'investissement de gestion de portefeuille, de conseil en investissement et, en complément pour les sociétés de gestion de FIA, de réception-transmission d'ordres (RTO) pour le compte de tiers³⁸. Lorsque ces sociétés de gestion sont agréées pour fournir un ou plusieurs de ces services d'investissement, elles se conforment, pour la fourniture de ces services uniquement, aux règles correspondantes applicables aux entreprises d'investissement issues du régime de la Directive MiFID³⁹.

Le nouveau régime pose l'application de trois séries de règles : (i) les règles générales applicables à tous les prestataires de services d'investissement, (ii) les règles applicables aux prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille et (iii) les règles applicables uniquement aux sociétés de gestion de portefeuille⁴⁰.

³⁵ Voir notamment I. Riassetto et M. Storck, *La séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement*, RDBF n°4, juillet 2017, étude 17.

³⁶ Article L. 531-4 du CMF.

³⁷ Article L. 531-1 du CMF : « *Les prestataires de services d'investissement sont les entreprises d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille ainsi que les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1.* » La prestation de services connexes au sens de l'article L. 321-2 du CMF est libre, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur applicables à chacun de ces services. Elle ne permet pas, à elle seule, de prétendre à la qualité d'entreprise d'investissement.

³⁸ Article L. 532-9, VI du CMF. Il est toutefois rappelé qu'une société de gestion doit avoir pour activité principale la gestion d'actifs et non pas le conseil en investissement ou la RTO.

³⁹ Cette règle est issue des prescriptions des Directives OPCVM et FIA qui renvoient à la Directive MiFID dans ces cas de figure (article 6(3) et (4) de la Directive OPCVM et article 6 (4) et (6) de la Directive AIFM). Ce renvoi est repris à l'article L. 532-9, VII du CMF.

⁴⁰ Voir Annexe 2 du présent rapport.



Ainsi, en matière de gestion d'actifs :

- les sociétés de gestion de portefeuille exerçant uniquement une activité de gestion collective (agrées pour la gestion d'un OPCVM et/ou FIA) ne relèvent plus du statut d'entreprise d'investissement mais uniquement du régime issu des Directives OPCVM ou AIFM ;
- les sociétés de gestion de portefeuille exerçant uniquement le service d'investissement de gestion sous mandat sont devenues des entreprises d'investissement relevant de ce fait uniquement des dispositions pertinentes issues de la transposition de la Directive MiFID ;
- les sociétés de gestion de portefeuille exerçant à la fois une activité de gestion collective et une activité de gestion sous mandat (ou de conseil en investissement) ne relèvent plus du statut d'entreprise d'investissement mais uniquement des dispositions pertinentes issues de la transposition de la Directive MiFID pour le service de gestion sous mandat (ou de conseil en investissement) et des dispositions pertinentes issues de la transposition des Directives OPCVM ou AIFM, selon le cas, pour leurs activités de gestion collective.⁴¹

II- La perte du statut d'État membre : conséquences juridiques en matière de gestion d'actifs

La mise en œuvre du *Brexit* aura pour effet de faire perdre au Royaume-Uni le statut d'État membre de l'Union européenne et le bénéfice de la libre circulation des services attachée à ce statut qui lui permettait d'effectuer des prestations transfrontalières de gestion et de commercialisation de fonds d'investissement⁴².

Les gérants d'actifs britanniques peuvent exercer trois types d'activités qui seront impactées par le *Brexit* :

- les activités de gestion d'OPCVM et de FIA établis dans l'Union européenne dans le cadre des passeports dits « *gestion* » de la Directive OPCVM et de la Directive AIFM. Ces activités incluent traditionnellement la conception, la structuration et la gestion du portefeuille des fonds, auxquelles s'ajoutent la gestion des risques et des activités de gestion administrative et comptable ;
- les activités de commercialisation des OPCVM et FIA établis au Royaume-Uni ou dans un État membre de l'Union européenne auprès d'une clientèle résidente de l'Union européenne. La notion de commercialisation est définie dans la Directive AIFM comme l'offre ou le placement, direct ou

⁴¹ Cette position est désormais reflétée aux articles 316-2 (pour les gestionnaires de FIA) et 321-1 (pour les gestionnaires d'OPCVM) du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »).

⁴² Voir Commission européenne, *Notice to stakeholders - withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of asset management*, 8 février 2018.



indirect, à l'initiative du gestionnaire ou pour son compte, de parts ou actions de fonds à des résidents de l'Union européenne⁴³. Cette définition est retenue par l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») pour la commercialisation de tous les FIA et OPCVM⁴⁴. Toute forme de publicité ou de démarchage concernant un produit ou un service peut donc caractériser un acte de commercialisation ; et

- les services d'investissement de gestion de portefeuille, de conseil en investissement ainsi que de réception et transmission d'ordres (RTO) au profit d'une clientèle résidente de l'Union européenne, dans la mesure où le bénéficiaire du service d'investissement est établi dans l'Union européenne.

Le présent rapport se limite à étudier les conséquences du *Brexit* sur les gérants, les fonds et leurs clients-investisseurs, mais le *Brexit* a évidemment des conséquences sur d'autres prestataires de la gestion d'actifs, tels que les dépositaires d'OPCVM et de FIA ou leurs commissaires aux comptes.

2.1 - Les conséquences en matière de gestion collective

2.1.1 - L'impact sur l'exercice des activités de gestion

Comme le rappelle la Commission européenne⁴⁵, le *Brexit* aura pour effet de ne plus permettre aux sociétés de gestion et gestionnaires britanniques de constituer et/ou de gérer directement des OPCVM ou des FIA établis dans l'Union européenne. Sous réserve de l'adoption d'une décision de reconnaissance d'un régime de pays tiers décrit ci-après, la Directive AIFM comme la Directive OPCVM réservent en effet le passeport dit « *gestion* » à des sociétés de gestion et à des gestionnaires établis et agréés dans un État membre de l'Union européenne⁴⁶. Plus précisément, le Royaume-Uni ne bénéficiera plus du principe de la reconnaissance mutuelle des agréments qui permet aux gestionnaires agréés dans un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen d'exercer leurs activités sur le territoire d'un ou plusieurs autres États membres, soit en libre prestation de services, soit en libre établissement, sous réserve d'une simple notification de l'autorité d'agrément à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil dans le cadre de la procédure dite de « *passeport* ».

Les sociétés de gestion et gestionnaires britanniques pourront néanmoins exercer une activité de gestion d'OPCVM ou de FIA établis dans l'Union européenne aux termes d'une délégation de gestion sous réserve du respect de certaines règles. En effet, la société de gestion d'un OPCVM ou

⁴³ Article 4.1(x) de la Directive AIFM.

⁴⁴ Position AMF Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France, DOC 2014-04, Section 1.

⁴⁵ Voir Commission Européenne, Notice to stakeholders - withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of asset management, 8 février 2018, Section 1.

⁴⁶ Articles 16 et s. de la Directive OPCVM et article 33 de la Directive AIFM.



le gestionnaire d'un FIA établi dans l'Union européenne pourra désigner une société de gestion ou un gestionnaire britannique comme gérant financier par délégation dans les conditions et limites respectivement prévues par la Directive OPCVM⁴⁷ et la Directive AIFM⁴⁸ et précisées par l'avis de l'Autorité européenne des marchés financiers (« ESMA ») relatif à la gestion d'actifs⁴⁹ (l'« Avis Sectoriel »). Un accord de coopération devra alors notamment être conclu entre l'autorité compétente de l'État membre du gérant (par exemple l'AMF) et les autorités britanniques en charge de la supervision dudit gérant britannique délégataire.

Le *Brexit* aura pour effet la perte du passeport « gestion » des gérants britanniques. On peut donc s'interroger sur les conséquences de cette perte dans la situation d'un gérant britannique qui gère un OPCVM ou un FIA de l'Union européenne.

Les textes européens applicables en matière de gestion d'actifs ne prévoient pas spécifiquement les conséquences d'une perte du passeport. Sauf à mettre en place des schémas de restructuration impliquant un changement de société de gestion assortis, le cas échéant, d'accords de délégation, cette situation pourrait être assimilée à un retrait d'agrément dans l'Union européenne, bien qu'il faille mesurer d'emblée la distinction entre un retrait d'agrément et la perte du passeport.

En France, les conséquences d'un retrait d'agrément sont prévues à l'article L. 532-10 du CME. Ce dispositif prévoit une période transitoire pendant laquelle le gérant ne peut effectuer que des opérations strictement nécessaires à la préservation des intérêts des clients-investisseurs.

Si ce régime pouvait trouver à s'appliquer dans le contexte du *Brexit*, on pourrait s'interroger, dans l'intérêt des porteurs, sur l'opportunité de prévoir une période de gestion extinctive à l'échelle européenne. Pendant cette période (par exemple 2 ans au maximum), les gérants britanniques ne pourraient effectuer que les opérations strictement nécessaires à la préservation des intérêts de leurs clients et à l'apurement des services réglementés qu'ils fournissaient dans le cadre d'un passeport européen. Ce texte pourrait être assorti de conditions portant sur l'exercice de ces activités ou d'exigences applicables auxdits gérants.

Réciproquement, les sociétés de gestion françaises (ou plus généralement domiciliées dans l'Union européenne) qui auraient « *passéporté* » leur agrément au Royaume-Uni pour y gérer des fonds ne pourront continuer à gérer des fonds britanniques qu'avec l'accord préalable des autorités compétentes du Royaume-Uni et sous réserve, en ce qui concerne les FIA, de respecter les conditions posées par la Directive AIFM⁵⁰. Post-*Brexit*, il appartiendra au régulateur et au juge britanniques de régler le sort de ces situations dans l'intérêt des clients-investisseurs concernés.

⁴⁷ Article 13 de la Directive OPCVM.

⁴⁸ Article 20 de la Directive AIFM tel que complété par les articles 75 à 82 du Règlement Délégué AIFM.

⁴⁹ ESMA, *Opinion to support supervisory convergence in the area of investment management in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, ESMA34-45-344, 13 juillet 2017, Section C.

⁵⁰ Article 34 de la Directive AIFM applicable aux FIA de pays tiers gérés par un gestionnaire de l'Union européenne mais non commercialisés dans l'Union européenne.



2.1.2 - L'impact sur l'éligibilité des actifs britanniques

A compter de l'entrée en vigueur du *Brexit*, les titres financiers et dépôts britanniques seront réputés constituer des actifs émis ou déposés dans un pays tiers et non plus dans un État appartenant à l'Union européenne ou, plus largement, à l'Espace Économique Européen.

Dans ces conditions, certains de ces actifs pourraient devenir soumis à des règles d'investissement plus restrictives, voire ne plus être éligibles à l'actif d'un fonds européen.

A titre d'exemple, l'éligibilité dans un OPCVM français des parts ou actions d'un OPCVM britannique devenu un FIA de pays tiers deviendrait plus restreinte car soumise à des règles de diversification plus strictes (passant d'une éligibilité sans contrainte à un ratio global maximum de 30%)⁵¹. De même, les dépôts effectués par un OPCVM auprès d'un établissement britannique deviendraient inéligibles en l'absence de mise à jour de l'arrêté du 19 mai 2008 qui ne vise à ce jour que le Canada, les États-Unis, le Japon et la Suisse comme pays autorisés où des dépôts bancaires peuvent être effectués⁵².

De manière plus significative, un OPCVM nourricier français ne pourra plus avoir comme OPCVM maître un OPCVM britannique devenu, après le *Brexit*, FIA de pays tiers. Dans cette hypothèse et sauf à ce que cette situation soit traitée dans le cadre d'un régime de gestion extinctive prévu à l'échelle européenne, l'OPCVM nourricier français devrait logiquement être dissout et faire l'objet d'une liquidation.

Un FIA nourricier français ne pourra également plus avoir comme FIA maître un FIA britannique, dans la mesure où ce dernier ne serait plus autorisé à la commercialisation dans l'Union européenne en tant que FIA d'un pays tiers. Au-delà même de la restriction liée à la commercialisation, un FIA nourricier français listé au II de l'article L. 214-24 du CMF ne peut en principe être investi que dans un FIA maître établi dans un État membre de l'Union européenne.⁵³ Là encore, sauf à ce que cette situation soit traitée dans le cadre d'un régime de gestion extinctive prévu à l'échelle européenne, un tel FIA nourricier français investi dans un FIA maître britannique devrait être dissout avec entrée en liquidation, sous réserve de schémas de restructuration *ad hoc* qui seraient mis en place. Inversement, il est probable qu'un FIA nourricier britannique ne puisse plus être investir dans un FIA maître de l'Union européenne.

⁵¹ Article R. 214-13 du CMF.

⁵² Arrêté du 19 mai 2008 adaptant les règles applicables aux organismes de placement collectif et aux sociétés d'investissement à capital fixe, JORF n° 0123 du 28 mai 2008, pris en application de l'article R. 214-14 du CMF.

⁵³ Article L. 214-24-57 du CMF.



En ce qui concerne les FIA, certains actifs deviendront par nature inéligibles par l'effet du *Brexit*. Il en sera ainsi de certains dépôts pour les OPCVI⁵⁴ et FIVG⁵⁵, de certaines liquidités pour les OT (organismes de titrisation)⁵⁶ et de certains instruments du marché monétaire⁵⁷.

En outre, pour certains FIA opérant dans l'univers du *private equity*, les sociétés britanniques ne seront plus éligibles au quota d'investissement des FCPI et FIP⁵⁸ et, d'une manière générale, au « *quota fiscal* » prévu à l'article 163 *quinquies* B du Code général des impôts pour les FCPR et leurs déclinaisons, ainsi que pour les SCR.

Les fonds de prêts à l'économie devraient être également contraints de céder les créances et titres de créances qu'ils détiennent dans des collectivités, établissements publics et sociétés britanniques⁵⁹.

Enfin, la reconnaissance des marchés britanniques par la loi ou l'AMF sera requise pour ne pas soumettre les titres financiers cotés sur les marchés britanniques à des règles d'investissement beaucoup plus strictes, voire les exclure. En effet, un titre coté sur un marché d'un pays tiers non reconnu par la loi ou l'AMF aurait pour effet de le rendre seulement éligible au ratio de 10% des actifs des OPCVM⁶⁰. De même, les actions de sociétés cotées sur un marché britannique ne seront plus éligibles au quota d'investissement des FCPR (FCPI et FIP), FPCI et SCR.

Au-delà des impacts en termes d'éligibilité technique des investissements au Royaume-Uni et sauf modification du cadre réglementaire prévalant en France, il reviendra aux sociétés de gestion et gestionnaires des OPCVM et des FIA de vérifier l'éligibilité d'instruments émis par un pays tiers à la stratégie d'investissement et aux règles d'investissement contractuelles figurant dans la documentation des fonds.

2.1.3 - L'impact sur les investisseurs européens et britanniques

Du fait du *Brexit*, les OPCVM et les FIA britanniques seront requalifiés en FIA de pays tiers. Ce changement de qualification n'aura pas pour effet immédiat d'affecter la validité de la souscription initiale des OPCVM et des FIA britanniques.

⁵⁴ Article R. 214-92 du CMF.

⁵⁵ Article R. 214-32-21 du CMF.

⁵⁶ Article R. 214-220 du CMF.

⁵⁷ Article R. 214-32-20 pour les FIVG par exemple.

⁵⁸ Respectivement articles L. 214-30 et L. 214-31 du CMF.

⁵⁹ Article R.332-14-2, II, du Code des assurances.

⁶⁰ Article R. 214-11 du CMF.



Les parts ou actions des fonds britanniques pourraient néanmoins devenir inéligibles pour certains investisseurs institutionnels européens soumis à des règles d'investissement limitant ou interdisant les investissements dans des fonds de pays tiers.

A l'inverse, il n'y aurait pas de raison de considérer que les investisseurs britanniques ne seraient pas autorisés à investir dans un OPCVM ou FIA français, sauf si ces FIA restreignent les souscriptions d'investisseurs de pays tiers.

Le remplacement de la société de gestion ou du gestionnaire britannique d'un OPCVM ou d'un FIA français par une société de l'Union européenne permettra en principe aux investisseurs non professionnels d'un OPCVM de demander le rachat de leurs parts⁶¹ ou, notamment pour les FIA, d'approuver le changement de société de gestion sous peine de solliciter la dissolution du fonds⁶².

2.2 - Les conséquences en matière de commercialisation des produits et services

La présente section présente les conséquences du *Brexit* en matière de commercialisation des produits et services en l'absence d'adoption d'une décision de reconnaissance d'un régime de pays tiers qui est abordée dans la Section 3.

2.2.1 - La commercialisation des fonds britanniques sera difficilement possible

A compter du *Brexit*, les OPCVM et FIA britanniques commercialisés dans l'Union européenne deviendront des FIA de pays tiers et, à ce titre, ne seront plus autorisés à la commercialisation dans le cadre des passeports « commercialisation » des Directives OPCVM et AIFM.

Ils pourront toutefois bénéficier des régimes de placement privé de droit local suivant la juridiction européenne concernée⁶³. Ainsi en est-il du régime de droit hollandais qui permettrait la commercialisation de FIA britanniques devenus FIA de pays tiers à des investisseurs professionnels ou non professionnels néerlandais, dans la mesure où le régime juridique hollandais dénommé « *designated states regime* » serait modifié à cet effet⁶⁴. D'autres régimes de placement privé ont

⁶¹ AMF, *Procédures d'agrément, établissement d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France – DOC-2011-19, article 8.*

⁶² *Pratique de marché établie dans les fonds limitant ou interdisant le rachat.*

⁶³ *La possibilité de prévoir ces régimes de droit local est envisagée par les articles 36 et 42 de la Directive AIFM. En France, ces dispositions figurent aux articles 421-13 et 421-13-1 du RGAMF. En général, ces régimes nationaux ne sont pas élargis à la clientèle de détail.*

⁶⁴ *Le droit hollandais prévoit d'ores et déjà la possibilité de commercialiser des fonds tiers gérés par des gérants enregistrés auprès de la SEC.*



été supprimés ou modifiés en vue d'être restreints aux FIA « *passportés* » dans la cadre de la Directive AIFM⁶⁵. Le corollaire de cette situation est une protection inégale des clients de l'Union européenne d'un État membre à l'autre.

Dans ces conditions, l'ancien OPCVM britannique qui est devenu FIA de pays tiers du fait du *Brexit* ne pourra plus être offert à la souscription auprès de clients-investisseurs de l'Union européenne, sous réserve des éventuels régimes locaux de placement privé. Toute réception d'une nouvelle souscription post-*Brexit* de parts ou d'actions de l'ancien OPCVM britannique devenu FIA de pays tiers devrait logiquement être considérée comme un acte de commercialisation interdit, sauf si elle est intervenue dans le cadre d'une « *reverse solicitation* » (dont la notion est abordée ci-après), c'est-à-dire ne constituant pas un acte de commercialisation au sens de la Directive AIFM.⁶⁶

Un régime similaire devrait s'appliquer à un FIA britannique ouvert aux clients – professionnels ou non – permettant des souscriptions de parts ou d'actions à tout moment.

S'agissant des FIA britanniques réservés à des investisseurs professionnels, il y a lieu de s'interroger sur la possibilité d'autoriser de nouvelles souscriptions de parts ou actions post-*Brexit* dans la mesure où de telles souscriptions auraient été sollicitées et acceptées entre la société de gestion et les investisseurs avant le *Brexit*. En effet, il n'y aurait pas à proprement parler d'acte de commercialisation post-*Brexit* dans ces conditions. Cette conclusion devrait être identique dans l'hypothèse du paiement d'appels de fonds par un FIA britannique auprès d'un investisseur européen au titre de la souscription de parts ou d'actions non-encore intégralement libérées au jour du *Brexit*. En effet, si la souscription de parts ou actions nouvelles par un investisseur déjà actionnaire ou porteur de parts peut résulter ou non d'un nouvel acte de commercialisation, il ne fait pas de doute que la libération post *Brexit* de parts ou actions d'ores et déjà souscrites ne constitue pas une souscription nouvelle requérant un nouvel accord de volontés, mais la simple exécution d'une obligation de payer.

2.2.2 - Conséquences sur les activités de commercialisation des sociétés de gestion britanniques

La société de gestion britannique ne pourra plus bénéficier des libertés communautaires pour exercer des activités de commercialisation de fonds britanniques sur le territoire de l'Union européenne ou de l'un des États membres de l'Union européenne. La commercialisation de fonds

⁶⁵ Les droits belge et allemand permettent de commercialiser des FIA « *passportés* » dans le cadre de la Directive AIFM à des investisseurs non-professionnels.

⁶⁶ L'article 4.1(x) de la Directive AIFM définit la « commercialisation » comme une « offre ou un placement, direct ou indirect, à l'initiative du gestionnaire ou pour son compte, de parts ou d'actions d'un FIA qu'il gère, à destination d'investisseurs domiciliés ou ayant leur siège statutaire dans l'Union ».



dans l'ensemble de l'Union européenne relève en effet du régime des passeports de la Directive OPCVM⁶⁷ et de la Directive AIFM⁶⁸ dont les sociétés de gestion britanniques ne bénéficieront plus post-*Brexit*.

En outre, la commercialisation de services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille ne pourra plus être mise en œuvre par la société de gestion britannique, dans la mesure où une telle commercialisation pourrait constituer un début de prestation d'un service d'investissement réglementé par la Directive MiFID.⁶⁹ En tout état de cause, on remarquera que l'exemption d'agrément liée à la fourniture de services d'investissement fondée sur une sollicitation de la part de l'investisseur (*reverse solicitation*) suppose l'absence de tout acte de publicité ou de démarchage préalable.

S'agissant d'OPCVM ou de FIA européens, la société de gestion britannique ne pourrait pas les commercialiser directement dans l'Union européenne. On a pu cependant noter des pratiques consistant à conjuguer les forces de vente de la société de gestion européenne d'OPCVM et de FIA européens avec celles d'une société de gestion britannique (qui lui est généralement affiliée) et qui agit en qualité de gérant par délégation. Une telle approche fondée sur l'absence de réglementation européenne harmonisée relative aux « *commercialisateurs* » de fonds d'investissement mériterait une véritable clarification de la part de l'ESMA en ce qui concerne leur licéité ou les sanctions possibles.

2.3 - Les conséquences en matière de services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement

2.3.1 - Pour les nouveaux contrats

A compter de l'entrée en vigueur du *Brexit*, une société de gestion établie au Royaume-Uni ne pourra plus rendre directement dans l'Union européenne ou dans un État partie à l'Espace Économique Européen les services d'investissement, de gestion de portefeuille et de conseil en investissement depuis le Royaume-Uni. Les sociétés de gestion de pays tiers que seront devenues les sociétés de gestion britanniques ne seront plus éligibles au bénéfice du passeport pour fournir des services d'investissement, que ce soit en libre prestation de service ou en libre établissement, sauf à ce qu'un régime de pays tiers soit adopté dans les conditions décrites à la Section 3.

⁶⁷ Annexe II de la Directive OPCVM.

⁶⁸ Annexe I de la Directive AIFM.

⁶⁹ On relèvera par ailleurs comme l'a fait l'AMF que la commercialisation de parts ou actions de FIA ou d'OPCVM va souvent de pair avec la fourniture du service de conseil en investissement : « De façon générale, l'AMF constate que la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM, comme de tout instrument financier, conduit dans la plupart des cas le distributeur à fournir au moins un service d'investissement, par exemple un service de conseil en investissement ou de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers. » (AMF, Inventaire des dispositions françaises applicables à la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM de droit étranger sur le territoire de la République française).



L'absence du bénéfice du passeport relatif aux services d'investissement n'interdirait pas, pour autant, aux sociétés de gestion britanniques de pouvoir rendre des prestations de gestion de portefeuille et de conseil en investissement à des investisseurs européens qui en feraient expressément la demande et qui n'ont pas été sollicités préalablement à cet effet. Il s'agit de l'exemption dite de « *reverse enquiry* » ou de « *reverse solicitation* » ou de demande à la seule initiative du client, issue de la Directive MiFID⁷⁰.

De même, la perte du bénéfice du passeport relatif aux services d'investissement n'interdira pas pour autant aux sociétés de gestion britanniques de rendre des services d'investissement (notamment de gestion de portefeuille, de conseil en investissement et de réception et transmission d'ordres) à leurs groupes dans les conditions prévues à l'article L. 531-2, 2°, d) du CMF.

2.3.2 - Pour les contrats en cours

Le *Brexit* soulève également une problématique de continuité des mandats de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

Toute prise de décision de gestion discrétionnaire ayant pour effet d'entraîner l'acquisition ou la cession d'instruments financiers pour le compte d'un client constitue l'élément matériel du service de gestion de portefeuille. Dans ces conditions, si, dans le cadre d'un mandat de gestion de portefeuille conclu avant le *Brexit*, le gestionnaire britannique prenait discrétionnairement une nouvelle décision de gestion post-*Brexit*, le service de gestion de portefeuille pourrait être réputé rendu à son client mandant en l'absence du bénéfice du passeport relatif au service d'investissement.

Pour fournir en France le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou le service de conseil en investissement, un prestataire de services d'investissement doit être « *passeporté* » en France ou être agréé par l'AMF⁷¹ ou par l'ACPR⁷². Sous réserve des hypothèses évoquées au paragraphe 2.3.1 ci-dessus, un gestionnaire britannique ne serait plus en mesure de fournir sur le territoire français les services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement à la suite du *Brexit*. En l'absence d'autorisation, un gestionnaire britannique exerçant son activité depuis un pays tiers s'exposerait à des sanctions civiles et pénales.

⁷⁰ Article 42 de la Directive MiFID et article 46(5) du Règlement MiFIR.

⁷¹ Les sociétés de gestion de portefeuille doivent être agréées par l'AMF conformément à l'article L. 532-9 du CMF et à l'article 316-2 du RGAMF pour la fourniture des services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et de conseil en investissement.

⁷² Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, en particulier les entreprises d'investissement et les établissements de crédit fournissant des services d'investissement, doivent être agréés par l'ACPR pour la fourniture de ces services conformément à l'article L. 532-1 du CMF.



En matière civile, il est possible de se référer à la jurisprudence de la Cour de cassation rendue en matière de monopole des opérations de crédit. Dans ce domaine, l'assemblée plénière de la Cour de cassation a, en effet, refusé de prononcer la nullité d'un contrat de prêt consenti en France par un établissement de crédit étranger qui ne disposait d'aucun agrément en France⁷³. Aux termes de cette jurisprudence, le contrat resterait donc en vigueur emportant l'obligation pour le prestataire de continuer de fournir le service quand bien même il n'y serait plus autorisé. Il y a toutefois lieu de s'interroger sur la pertinence d'une analogie entre le contexte de ces décisions et celui, inédit, d'une perte en bloc des agréments des acteurs britanniques qui résultera du *Brexit*.

En l'état actuel du droit, la perte du passeport bénéficiant à un gestionnaire britannique pourrait également justifier que soit recherchée la caducité des contrats de mandat de gestion de portefeuille en cours auxquels il est partie au sens des articles 1186 et 1187 du Code civil⁷⁴. Toutefois, l'introduction récente de la notion de caducité dans le Code civil et l'incertitude qui subsiste sur la survivance d'une notion prétorienne plus large de la caducité rend incertaine l'application de cette notion à la situation en cause. Pour autant, s'agissant de contrats à exécution successive, le prononcé de la caducité ne saurait *a priori* remettre en cause les prestations effectuées préalablement à la réalisation du *Brexit*. Pour des raisons évidentes de sécurité juridique, la résiliation ou le transfert du contrat seraient des solutions préférables à l'anéantissement rétroactif des contrats de mandat de gestion de portefeuille⁷⁵.

La caducité pose toutefois une difficulté pratique, dès lors que le Code civil ne précise pas si celle-ci est automatique ou si le juge doit nécessairement la prononcer. Dans la première hypothèse, le caractère automatique de la caducité rendrait impossible pour les parties à un mandat de gestion de portefeuille d'opérer par voie d'avenant un changement de société de gestion pour l'avenir⁷⁶. Dans la deuxième hypothèse, la conclusion d'un avenant pourrait au contraire être envisagée.

Sur le plan civil, à défaut de clause de résiliation fondée sur l'absence d'agrément du prestataire, la caducité nous semble théoriquement pouvoir être invoquée par le mandant ou le client.

S'agissant du service de conseil en investissement et sauf intervention législative, l'analyse devrait être similaire. A la suite du *Brexit*, la société de gestion britannique n'aura plus la capacité réglementaire de fournir un service de conseil en investissement, c'est-à-dire le droit de fournir des

⁷³ Cass. Ass. Plén., 4 mars 2005, n°, 03-11.725, Bull. civ. Ass. Plén., n° 2.

⁷⁴ A noter que l'article 1186, alinéa 1, du Code civil prévoit la caducité d'un contrat valablement formé lorsque l'un de ses éléments essentiels disparaît. Les éléments essentiels du contrat ne devraient logiquement pas inclure les conditions de validité des contrats au sens de l'article 1128 du Code civil (consentement des parties ; capacité de contracter ; contenu licite et certain).

⁷⁵ Pour les contrats conclus après le 1^{er} octobre 2016, le nouvel article 1187 du Code civil précise que la caducité met fin au contrat et qu'elle peut donner lieu à restitution.

⁷⁶ Sous la réserve que l'agrément du prestataire soit bien une condition essentielle de la conclusion du contrat.



recommandations personnalisées à un client résidant dans l'Union européenne. Là encore, il ne peut être exclu que le mandat de conseil soit frappé de caducité et, par voie de conséquence, doive prendre fin sans rétroactivité.

En dehors de l'exemption intragroupe, le défaut de capacité réglementaire pourrait être écarté si l'exemption d'agrément dite de « *reverse enquiry* » ou de « *reverse solicitation* » pouvait être légitimement invoquée par la société de gestion britannique⁷⁷. Il convient néanmoins de nuancer la solidité de cette solution technique au problème posé par la perte du passeport.

En matière pénale, l'article L. 573-1, I. du CMF dispose que le fait, pour toute personne physique, de fournir des services d'investissement à des tiers à titre de profession habituelle sans y avoir été autorisée dans les conditions prévues aux articles L. 532-1 et L. 532-48 ou sans figurer au nombre des personnes mentionnées à l'article L. 531-2 est puni de trois ans d'emprisonnement et de 375 000 euros d'amende⁷⁸.

Concernant les personnes morales, l'article L. 573-7 du CMF énonce que les personnes morales déclarées responsables pénalement des infractions commises, pour leur compte, par leurs organes et représentants⁷⁹, s'exposent à des amendes égales au quintuple de celles encourues par les personnes physiques⁸⁰ au sens de l'article L. 573-1 du CMF susvisé.

Ainsi, un gestionnaire britannique, personne physique ou morale, qui fournirait des services d'investissement sur le sol français pourrait être condamné au paiement d'une amende importante et, le cas échéant, d'une peine d'emprisonnement. Des sanctions complémentaires pourraient également être prononcées à l'encontre des personnes physiques⁸¹. La poursuite de ses relations contractuelles en France par un prestataire de services d'investissement de pays tiers à la suite du *Brexit* serait donc particulièrement risquée.

La fin non-programmée de mandats de gestion ou de conseil en investissement pourrait être très préjudiciable aux clients établis dans l'Union européenne. Une position claire apparaît donc souhaitable pour garantir la continuité des contrats en cours dans un contexte de sécurité juridique claire et, par-delà, pour assurer la protection des clients concernés.

⁷⁷ L'article L. 532-3-II du CMF a codifié cette exemption sans apporter d'éléments permettant d'apprécier les conditions de son application à un contrat en cours : « Lorsqu'ils sont autorisés à fournir des services d'investissement, les établissements de crédit ayant leur siège social ou leur administration centrale dans un État qui n'est ni membre de l'Union européenne ni partie à l'accord sur l'Espace économique européen peuvent fournir ces services d'investissement sur le territoire français sans disposer d'une succursale en France, à condition que seul le client soit à l'initiative de cette fourniture. Il est interdit à ces établissements de crédit de commercialiser des instruments financiers ou des services d'investissement autres que ceux pour lesquels le client a été à l'initiative de la fourniture, autrement que par l'intermédiaire d'une succursale agréée conformément à la présente sous-section. »

⁷⁸ Article L. 532-9-VII du CMF soumet les sociétés de gestion d'AIF et d'OPCVM aux règles et sanctions des entreprises d'investissement lorsqu'ils fournissent des services d'investissement.

⁷⁹ Article L. 121-2 du CMF.

⁸⁰ Article L. 131-8 du CMF.

⁸¹ L'article L. 573-1, II du CMF prévoit des peines complémentaires pour les personnes physiques.



Plusieurs approches paraissent possibles à cet égard :

1. Confirmer la possibilité de s'inscrire dans le régime de *reverse solicitation* décrit précédemment si le client, dûment informé par le mandataire de la situation nouvelle, émet expressément le souhait que le mandat soit poursuivi jusqu'à son terme.
2. Prévoir un mécanisme facilitant le transfert des contrats de mandat en cours pour qu'ils puissent continuer d'être exécutés jusqu'à leur terme en toute légalité (par exemple en permettant le transfert des contrats à un prestataire dûment autorisé à rendre le service en question).
3. Promouvoir un régime de gestion extinctive pour les contrats en cause (par exemple sur une période de 2 ans au maximum). Pendant cette période, les prestataires britanniques ne pourraient effectuer que les opérations strictement nécessaires à la préservation des intérêts de leurs clients et à l'apurement des services réglementés qu'ils fournissaient dans le cadre d'un passeport européen. Ce texte pourrait être assorti de conditions portant sur l'exercice de ces activités ou d'exigences applicables auxdits prestataires.

III- Conditions d'accès des acteurs de pays tiers au marché européen

3.1 - Le régime des pays tiers applicable à la gestion collective

Les Directives OPCVM et AIFM ne prévoient pas les mêmes possibilités pour les gestionnaires de pays tiers d'accéder au marché unique de l'Union européenne. En particulier, la Directive OPCVM ne prévoit pas l'extension des passeports délivrés aux gestionnaires d'OPCVM aux gestionnaires de pays tiers, tandis que la Directive AIFM a innové en instituant un régime spécifique de passeport applicable aux FIA et gestionnaires de pays tiers.

3.1.1 - En matière de gestion et de commercialisation d'OPCVM

Pour les raisons évoquées précédemment, la Directive OPCVM ne prévoit aucune disposition relative à la gestion ou à la commercialisation dans un État membre d'OPCVM ou de fonds ouverts par une société de gestion de pays tiers (en libre prestation de services ou par l'établissement d'une succursale). Ainsi, ces sociétés de gestion doivent créer une filiale dans un État membre et obtenir son agrément conformément à la Directive OPCVM, auprès des autorités compétentes de cet État.

Par conséquent, les sociétés de gestion établies au Royaume-Uni devront, post-*Brexit*, s'établir dans un État membre par le biais d'une filiale et solliciter un agrément auprès de cet État pour gérer et/ou commercialiser des OPCVM et bénéficier du passeport européen.



Pour les sociétés de gestion britanniques qui ne souhaiteraient pas être agréées par le biais d'une filiale établie dans l'Union européenne, les fonds britanniques qui répondaient avant le *Brexit* à la définition d'OPCVM seront considérés après le *Brexit* comme des FIA de pays tiers. Dès lors, ce sont les dispositions de la Directive AIFM relatives aux pays tiers qui trouveront à s'appliquer. Il en ressort qu'il est inutile, de ce point de vue, de prévoir dans la Directive OPCVM un régime des pays tiers.

3.1.2 - En matière de gestion et/ou de commercialisation de FIA

3.1.2.1 - Les régimes nationaux de commercialisation

Comme il a été dit précédemment, à défaut de se faire agréer par le biais d'une filiale établie dans l'Union européenne, les gestionnaires britanniques pourront se reporter aux régimes de placement privé de droit local suivant l'État membre concerné.⁸² Ces règles nationales de commercialisation divergent selon les réglementations nationales et sont en général limitées aux investisseurs professionnels⁸³. Par exemple, en France, la réglementation prévoit un dispositif d'autorisation contraignant.⁸⁴ A ce jour et à notre connaissance, aucune autorisation n'a été accordée par l'AMF à des gestionnaires de pays tiers.

Pour bénéficier du régime de commercialisation sans passeport de FIA gérés par des gestionnaires établis dans des pays tiers, l'article 42(1) de la Directive AIFM impose de prévoir des modalités de coopération avec les autorités de surveillance du pays tiers où le gestionnaire est établi. Ces accords de coopération étant négociés de manière bilatérale, le risque serait qu'il existe des distorsions entre les accords de coopération d'un État membre à l'autre. D'une manière générale, mais aussi dans le cadre particulier du *Brexit* et des futures relations avec les autorités de supervision britanniques, on peut se demander si ces accords de coopération ne devraient pas être supervisés par l'ESMA ou même être négociés au niveau de l'ESMA pour assurer un cadre harmonisé au sein desquels les autorités compétentes des États membres pourraient, si besoin, apporter des précisions.

3.1.2.2 - Le régime des pays tiers dans la Directive AIFM

La Directive AIFM a innové en introduisant la possibilité qu'un gestionnaire de pays tiers soit agréé dans l'Union européenne sous réserve de respecter les conditions prévues par la Directive AIFM et

⁸² La possibilité de prévoir ces régimes de droit local est envisagée par l'article 36 (Conditions applicables à la commercialisation dans les États membres sans passeport de FIA de pays tiers gérés par un gestionnaire établi dans l'Union) et l'article 42 (Conditions applicables à la commercialisation dans les États membres sans passeport de FIA gérés par des gestionnaires établis dans des pays tiers) de la Directive AIFM.

⁸³ L'article 42(1) de la Directive AIFM vise spécifiquement les investisseurs professionnels et l'ESMA parle de « National Private Placement Regimes » (NPPRs).

⁸⁴ Articles 421-13 et 421-13-1 du RGAMF.



qu'il puisse commercialiser ses FIA dans l'Union européenne exclusivement auprès d'investisseurs professionnels⁸⁵ en bénéficiant du passeport. A ce jour, ce régime de pays tiers prévu par les articles 35 et 37 à 41 de la Directive AIFM n'est pas encore entré en application car son entrée en vigueur est subordonnée à l'adoption par la Commission européenne d'un acte délégué qui n'est pas encore intervenue à ce jour.⁸⁶

Conformément aux dispositions de l'article 67(1) de la Directive AIFM, l'ESMA a rendu deux avis à la Commission européenne sur l'élargissement des passeports de la Directive AIFM à certains pays tiers, tels que notamment les États-Unis, la Suisse, le Canada, l'Australie, le Japon, Hong-Kong, Jersey, Guernesey ou Singapour. Cependant, la Commission européenne semble avoir choisi de reporter sa décision de reconnaissance à prendre sur la base de ces avis de l'ESMA et notamment d'attendre l'issue des négociations en cours avec le Royaume-Uni sur les conditions du retrait⁸⁷.

Pour formuler ses recommandations, l'ESMA doit analyser les éléments figurant aux articles 67(2) et 67(4). Au premier abord, on peut relever qu'il est surprenant que la Directive AIFM ne subordonne pas d'emblée une décision de reconnaissance (i) à l'existence d'un minimum d'équivalence (à l'instar de l'article 47 du Règlement MiFIR) ou, à tout le moins, d'une compatibilité d'approches réglementaires et (ii) à sa réciprocité dans le pays tiers, contrairement à la situation qui prévaut en matière de services d'investissement.⁸⁸ En outre, on peut relever que toute décision de reconnaissance devrait aller de pair avec la mise en place d'un suivi efficace dans le temps du régime juridique applicable dans le pays tiers concerné, afin de prévenir l'apparition de divergences remettant en cause l'analyse initiale.

Concernant le Royaume-Uni, la reconnaissance par l'Union européenne d'une décision de reconnaissance ne saurait intervenir avant le retrait effectif du Royaume-Uni de l'Union européenne, ce qui, en l'absence de dispositions transitoires spécifiques, entraînerait une rupture dans la continuité de la fourniture des services dans l'Union européenne par les gestionnaires établis au Royaume-Uni. On peut, par ailleurs, observer que ce régime de reconnaissance n'a pas été pensé pour traiter du cas d'un État membre qui se retirerait de l'Union européenne.

Réciproquement, force est aussi de constater que des gestionnaires français (ou de l'Union européenne) qui, notamment, gèrent des FIA britanniques⁸⁹ via le passeport « *gestion* » ou qui ont délégué la

⁸⁵ Articles 39(1) et (11) et 40(1) et (17) de la Directive AIFM.

⁸⁶ Article 67(6) de la Directive AIFM.

⁸⁷ ESMA, *Advice ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*, ESMA/2015/1236, 30 juillet 2015 et *Advice ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*, ESMA/2016/1140, 12 septembre 2016.

⁸⁸ Article 47(1) du Règlement MiFIR.

⁸⁹ Article 34 de la Directive AIFM.



gestion du portefeuille ou la gestion des risques d'un de leurs FIA à une entité britannique⁹⁰ devront revoir les conditions d'exercice de leurs activités du fait du *Brexit*. Ainsi, le FIA britannique, géré par un gestionnaire français, deviendra avec le *Brexit* un FIA de pays tiers. Conformément à la Directive AIFM, le gestionnaire français ne sera autorisé à continuer à gérer ce FIA britannique que si « *des modalités de coopération appropriées existent entre les autorités compétentes de l'État membre d'origine du gestionnaire et les autorités de surveillance du pays tiers où le FIA de pays tiers est établi* ». Or, la conclusion d'un accord de coopération entre les autorités du Royaume-Uni (la *Financial Conduct Authority* dans notre exemple) et celles de la France (l'AMF dans notre exemple) ne saurait intervenir avant le retrait effectif du Royaume-Uni de l'Union européenne, ce qui, en l'absence de dispositions transitoires spécifiques, entraînerait une rupture dans la continuité de la fourniture des services dans l'Union européenne par les gestionnaires français.

Si, à la suite du *Brexit*, une décision de reconnaissance était prise concernant le Royaume-Uni, les gestionnaires établis au Royaume-Uni pourraient gérer des FIA établis dans l'Union européenne ou commercialiser des FIA britanniques dans l'Union européenne dans les conditions suivantes.

La Directive AIFM impose aux gestionnaires établis dans un pays tiers ayant fait l'objet d'une reconnaissance l'obtention préalable d'un agrément lorsqu'ils ont l'intention de gérer des FIA de l'Union européenne et/ou de commercialiser des FIA qu'ils gèrent dans l'Union européenne⁹¹. Les gestionnaires doivent déposer une demande d'agrément auprès de l'autorité compétente de leur État membre de référence⁹². Les dispositions de la Directive AIFM s'imposent alors à ces gestionnaires qui peuvent bénéficier du passeport dans l'exercice de leurs activités sur le territoire de l'Union européenne.

L'obtention de l'agrément par les gestionnaires établis dans un pays tiers suppose le respect de conditions supplémentaires fixées à l'article 37(7) de la Directive AIFM. L'article 37(2) de la Directive AIFM prévoit néanmoins une exception à l'application de la Directive AIFM auxdits gestionnaires. En effet, si, et dans la mesure où, le respect d'une disposition de la Directive AIFM est incompatible avec le respect du droit dont relève le gestionnaire établi dans un pays tiers et/ou le FIA de pays tiers commercialisé dans l'Union européenne, sous certaines conditions, le gestionnaire n'est pas tenu de respecter ladite disposition de la Directive AIFM.

3.2 - Le régime des pays tiers applicable à la fourniture de services d'investissement

3.2.1 - Principe : implantation d'une succursale agréée dans l'Union européenne

La Directive MiFID dispose que les États membres peuvent exiger d'une entreprise de pays tiers qui compte fournir des services d'investissement ou exercer des activités d'investissement et proposer

⁹⁰ Article 20(1)(d) de la Directive AIFM.

⁹¹ Article 37 de la Directive AIFM.

⁹² Article 37(4) de la Directive AIFM.



ou non des services auxiliaires destinés à des clients de détail ou à des clients professionnels sur option sur son territoire qu'elle établisse une succursale dans cet État membre.⁹³ On peut regretter que la Directive MiFID n'encadre pas plus précisément les circonstances dans lesquelles un État membre exige l'établissement d'une succursale laissant la place à des pratiques divergentes d'un État membre à l'autre.

Dans l'hypothèse où l'État membre exigerait l'établissement d'une telle succursale, la succursale doit obtenir préalablement l'agrément des autorités compétentes dudit État membre aux conditions suivantes⁹⁴ :

- a) *« la fourniture de services pour laquelle l'entreprise du pays tiers demande l'agrément est soumise à agrément et surveillance dans le pays tiers dans lequel elle est établie, et l'entreprise demandeuse est dûment agréée en tenant pleinement compte des recommandations du GAFI dans le cadre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ;*
- b) *des mécanismes de coopération, prévoyant notamment des dispositions concernant les échanges d'informations en vue de préserver l'intégrité du marché et de protéger les investisseurs, sont en place entre les autorités compétentes de l'État membre dans lequel la succursale doit être établie et les autorités de surveillance compétentes du pays tiers dans lequel est établie l'entreprise ;*
- c) *la succursale a suffisamment de capital initial à sa libre disposition ;*
- d) *une ou plusieurs personnes sont nommées responsables de la gestion de la succursale et elles satisfont toutes à l'exigence énoncée au paragraphe 1 de l'article 9 [de la Directive MiFID concernant le dispositif de gouvernance (responsabilité, honorabilité et fonctions)] ;*
- e) *le pays tiers dans lequel est établie l'entreprise a signé avec l'État membre dans lequel la succursale doit être établie un accord parfaitement conforme aux normes énoncées à l'article 26 du modèle OCDE de convention fiscale concernant le revenu et la fortune et garantissant un échange efficace de renseignements en matière fiscale, y compris, le cas échéant, des accords multilatéraux dans le domaine fiscal ; et*
- f) *l'entreprise est membre d'un système d'indemnisation des investisseurs agréé ou reconnu conformément à la directive 97/9/CE. »*

⁹³ Article 39 de la Directive MiFID.

⁹⁴ Articles 39(2), 40 et 41 de la Directive MiFID.



Une entreprise de pays tiers établie dans un pays dont le cadre juridique et le dispositif de surveillance ont été reconnus comme réellement équivalents (voir cette notion ci-après) et qui est agréée conformément à l'article 39 de la Directive MiFID a le droit de fournir les services et les activités couverts par son agrément aux contreparties éligibles et aux clients professionnels dans d'autres États membres de l'Union européenne sans établir de nouvelles succursales⁹⁵. La succursale reste soumise à la surveillance de l'État membre dans lequel elle est établie. Toutefois, l'autorité compétente de l'État membre dans lequel est établie la succursale et l'autorité compétente de l'État membre d'accueil peuvent instaurer des dispositifs de coopération proportionnés pour garantir que la succursale de l'entreprise de pays tiers qui fournit des services d'investissement à l'intérieur de l'Union européenne assure un niveau approprié de protection de l'investisseur.

3.2.2 - Exceptions

3.2.2.1 - Prestation de services directe sans établissement d'une succursale

Aux termes de l'article 46 du Règlement MiFIR, une entreprise de pays tiers peut, sans établir de succursale, fournir des services d'investissement ou exercer des activités d'investissement avec ou sans services auxiliaires pour des contreparties éligibles et des clients professionnels établis dans toute l'Union européenne si elle est inscrite dans le registre des entreprises de pays tiers tenu par l'ESMA conformément à l'article 47 du Règlement MiFIR.

L'ESMA ne peut enregistrer une entreprise de pays tiers que si les conditions suivantes sont remplies :

- a) la Commission européenne a adopté une décision d'équivalence conformément aux dispositions de l'article 47 du Règlement MiFIR – c'est-à-dire une décision relative à un pays tiers en vertu de laquelle les modalités juridiques et de surveillance de ce pays tiers garantissent que les entreprises autorisées dans celui-ci respectent des exigences juridiquement contraignantes en ce qui concerne les exigences prudentielles et de conduite des affaires des entreprises qui ont un effet équivalent aux exigences prévues notamment dans le Règlement MiFIR ;
- b) l'entreprise est autorisée, dans la juridiction où son siège social est établi, à fournir les services d'investissement et à exercer les activités d'investissement qu'elle souhaite offrir dans l'Union européenne et elle est soumise à une surveillance et à une obligation de conformité effectives qui garantissent le respect total des exigences applicables dans ce pays tiers ;
- c) des modalités de coopération entre l'ESMA et le pays tiers concerné ont été établies conformément à l'article 47(2) du Règlement MiFIR.

⁹⁵ Article 47(3) du Règlement MiFIR.



Comme en matière de gestion collective, on peut relever que toute décision d'équivalence devrait aller de pair avec la mise en place d'un suivi efficace dans le temps du régime juridique applicable dans le pays tiers concerné, afin de prévenir l'apparition de divergences remettant en cause l'analyse initiale concernant l'équivalence des modalités juridiques et de surveillance.

Afin d'éviter que les entreprises d'investissement établies dans des pays tiers qui fournissent des services transfrontaliers au sein de l'Union européenne ne bénéficient d'un traitement plus favorable que les entreprises de l'Union européenne en termes d'exigences prudentielles et fiscales et de surveillance, une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement et modifiant notamment le Règlement MiFIR (la « **Proposition de Modification du Règlement MiFIR** ») a été publiée le 20 décembre 2017⁹⁶ et présente les modifications à apporter à l'actuel régime d'équivalence applicable aux entreprises de pays tiers en vertu des articles 46 et 47 du Règlement MiFIR.

Aux termes de cette Proposition de Modification du Règlement MiFIR, afin de maintenir des conditions de concurrence équitables entre les entreprises de l'Union européenne et les entreprises de pays tiers, les entreprises de pays tiers enregistrées⁹⁷ devraient être tenues de communiquer annuellement à l'ESMA des informations sur l'échelle et l'étendue des services fournis et des activités exercées dans l'Union européenne. Il est également prévu d'améliorer la coopération des autorités de surveillance en ce qui concerne le suivi, l'exécution et le respect de toutes les conditions d'équivalence. En effet, avec l'objectif d'assurer tant les conditions d'une concurrence équitable que la protection des clients de l'Union européenne, une entreprise d'un pays tiers ne devrait pas pouvoir exercer ses activités dans l'Union européenne dans des conditions plus favorables que les entreprises de l'Union européenne (notamment en termes d'exigences prudentielles ou réglementaires, ou de moyens).

Toujours aux termes de cette Proposition de Modification du Règlement MiFIR, il est prévu que, pour garantir la protection des investisseurs ainsi que l'intégrité et la stabilité des marchés financiers de l'Union européenne, la Commission, lorsqu'elle adopte une décision d'équivalence, devrait tenir compte des risques potentiels posés par les services et les activités que les entreprises de ces pays tiers pourraient fournir ou exercer dans l'Union européenne à la suite de ladite décision. Leur importance systémique devrait être évaluée sur la base de critères tels que l'échelle et l'étendue des services fournis et des activités exercées par les entreprises du pays tiers concerné. A cette même fin, la Commission peut juger qu'il est approprié de tenir compte du fait que le pays tiers est ou non

⁹⁶ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement et modifiant les règlements (UE) n° 575/2013, (UE) n° 600/2014 et (UE) n° 1093/2010, 2017/0359(COD), COM(2017) 790 final.

⁹⁷ C'est-à-dire une entreprise de pays tiers dont le régime a notamment été reconnu comme équivalent à celui de l'Union européenne.



considéré comme un pays non coopératif sur le plan fiscal dans le cadre de la politique de l'Union européenne dans ce domaine ou comme un pays tiers à haut risque en vertu de l'article 9(2) de la Directive (UE) 2015/849 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme.

La Proposition de Modification du Règlement MiFIR conserve, sans la modifier, la condition prévue aujourd'hui à l'article 47 du Règlement MiFIR qui subordonne une décision d'équivalence au fait que « *le cadre juridique de ce pays tiers prévoit un système effectif équivalent pour la reconnaissance des entreprises d'investissement agréées conformément aux régimes juridiques de pays tiers.* » Il apparaît en effet, dans cette matière comme en matière de gestion collective, que la reconnaissance de l'équivalence de tout régime d'un pays tiers devrait être subordonnée à une réciprocité du pays tiers concerné vis-à-vis du régime en vigueur dans l'Union européenne.

3.2.2.2 - Les régimes nationaux

S'il n'est pas possible de prendre une décision concluant à l'équivalence réelle, l'article 46(4) du Règlement MiFIR prévoit que les États membres peuvent délivrer un agrément aux entreprises de pays tiers conformément aux régimes nationaux, en l'absence d'une décision de la Commission ou si cette décision n'est plus en vigueur. Une entreprise agréée dans ce cadre devra limiter ses activités aux catégories de clients considérés comme professionnels ainsi qu'au territoire de l'État membre concerné. Cette faculté a, notamment, été mise en œuvre au Royaume-Uni dans le cadre d'un régime appelé « *overseas exemption* ».

Le risque que présente cette disposition réside dans l'absence de cadre harmonisé garantissant l'uniformité des informations sur l'échelle et l'étendue des services fournis et des activités exercées par les entreprises de pays tiers dans l'Union européenne. Ainsi, les différences entre États membres peuvent créer des distorsions entre le traitement accordé aux entreprises de pays tiers et celui accordé aux entreprises de l'Union européenne en termes d'exigences prudentielles et fiscales et de surveillance. Le corollaire de cette disposition est une protection inégale des clients de l'Union européenne d'un État membre à l'autre.

3.2.2.3 - La reverse solicitation

La Directive AIFM n'empêche pas un investisseur professionnel établi dans l'Union européenne d'investir de sa propre initiative dans des FIA, quel que soit le lieu d'établissement du gestionnaire et/ou du FIA, y compris lorsqu'ils sont établis dans des pays tiers. S'agissant plus particulièrement du cas de la France, l'AMF a publié une position dans laquelle elle énonce clairement qu'un cas de « *reverse solicitation* » ne constitue pas un acte de commercialisation en France.⁹⁸

⁹⁸ AMF, *Position AMF Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France – DOC 2014-04.*



L'article 42 de la Directive MiFID et l'article 46(5) du Règlement MiFIR autorisent une entreprise de pays tiers à fournir un service d'investissement aux clients situés sur le territoire d'un État membre, sans être tenue d'obtenir un agrément par l'autorité compétente de l'État membre concerné, à condition que les clients aient sollicité eux-mêmes la fourniture de la prestation concernée. L'initiative des clients ne confère pas, pour autant, le droit à l'entreprise de pays tiers de commercialiser d'autres catégories de produits ou de services d'investissement à ces clients par d'autres intermédiaires que la succursale, lorsque le droit national impose son établissement.

Dans un cas comme dans l'autre, l'analyse doit être réalisée *in concreto* sur la base d'indices probants que la relation a été établie à la seule initiative du client.

IV- Difficultés d'application des dispositifs existants dans le contexte du Brexit

L'enjeu lié à la mise en œuvre des textes en vigueur n'appelle pas une réflexion seulement vis-à-vis du Royaume-Uni mais, plus largement, vis-à-vis des pays tiers à l'Union européenne. Cela paraît d'autant plus important que les régimes des pays tiers n'ont pas été conçus par les législateurs pour traiter le cas d'un État membre qui quitterait l'Union européenne.

L'une des difficultés de mise en œuvre des textes européens tient également au fait que ceux-ci peuvent ne pas être transposés de manière identique ou bien faire l'objet d'une interprétation plus ou moins souple de la part de certains régulateurs nationaux de l'Union européenne.

Enfin, dans l'appréciation de ces difficultés, il y a lieu de considérer que la protection des investisseurs européens (notamment de détail) doit rester un objectif primordial dans la mise en œuvre des textes.

4.1- Difficultés d'application des textes européens aux acteurs de la gestion collective

4.1.1 - Difficultés de mise en œuvre des textes européens en matière d'agrément

Trois grands principes ont notamment été fixés dans un avis de l'ESMA sur la convergence en matière de supervision (l'« **Avis Général** »)⁹⁹ en ce qui concerne la procédure d'agrément. L'ESMA

⁹⁹ ESMA, *General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, ESMA 42-110-433, 31 mai 2017.



rappelle que l'agrément des entités européennes est à la main des autorités nationales des États membres. Ainsi, l'ESMA confirme qu'il ne peut y avoir de reconnaissance automatique des agréments qui auraient été accordés par les autorités britanniques avant le *Brexit*. L'ESMA exige, par ailleurs, que les autorités nationales prennent leur décision d'agrément sur la base d'informations suffisamment détaillées sur l'entité qui sollicite l'agrément.

L'ESMA invite les autorités nationales à prêter une attention toute particulière à la gouvernance, aux ressources humaines, techniques ainsi qu'à la distribution géographique des activités et aux accords en matière de délégation et d'externalisation. En matière de gestion d'actifs¹⁰⁰, les autorités nationales sont invitées à évaluer les liens, capitalistiques ou autres, de l'entité sollicitant l'agrément avec des entités situées hors de l'Union européenne (quels sont les actionnaires de contrôle, le modèle économique de l'entité ainsi que l'impact d'une supervision prudentielle consolidée...). Ces éléments doivent permettre aux autorités nationales de déterminer si la structure du groupe auquel appartient l'entité qui demande l'agrément pourrait être un obstacle à une supervision effective.

Les autorités nationales sont également invitées à examiner les motivations de l'entité britannique qui souhaite s'implanter dans l'Union européenne. Afin d'éviter un *forum shopping* des acteurs et une compétition entre États membres, l'ESMA recommande de ne pas octroyer d'agrément si l'activité menée par l'entité laisse clairement à penser que celle-ci a choisi de s'implanter dans un État membre dans le but de se soustraire aux exigences plus strictes d'un autre État membre dans lequel elle conduira de manière effective la majorité de ses activités.

Ainsi, l'ESMA préconise que les autorités nationales soient en mesure de s'assurer que le choix de l'État membre réponde à des raisons objectives et ne procède pas d'un arbitrage règlementaire. A cette fin, l'ESMA préconise que les autorités nationales recueillent des informations sur les potentiels investisseurs, les accords de commercialisation et les accords promotionnels ainsi que sur le lieu où sont développés les produits ou services. Elle suggère également aux autorités nationales de demander aux entités qui sollicitent un agrément auprès d'elles si elles ont fait une demande d'agrément qui aurait été rejetée par une autorité compétente d'un autre État membre. Dans son Avis Sectoriel, l'ESMA précise que l'évaluation par les autorités nationales de la conduite des activités transfrontières de l'entité qui sollicite l'agrément doit être proportionnée au volume et à la complexité de ces activités.

Si elles paraissent équilibrées, ces recommandations de l'ESMA comportent toutefois des limites intrinsèques en ce que les autorités compétentes des États membres se placent à la fois comme arbitres et comme bénéficiaires de cette localisation. Il ne peut être exclu qu'une autorité nationale désireuse d'attirer des nouveaux acteurs puisse accorder un agrément à un gérant même si celui-ci n'apporte pas suffisamment de raisons « objectives » à cette implantation.

¹⁰⁰ Voir l'Avis Sectoriel.



4.1.2 - Difficultés d'application des textes européens en matière de substance

Dans le cadre du *Brexit*, des acteurs britanniques, et notamment des gérants actuels d'OPCVM et de FIA, perdront en particulier le bénéfice du passeport « *commercialisation* », le passeport « *gestion* » et la liberté de prestation de services et seront assimilés à des entités de « *pays tiers* ».

Dans ce contexte, ces acteurs pourraient être tentés soit de fermer purement et simplement leurs sociétés de gestion au Royaume-Uni pour les relocaliser dans un État membre de l'Union européenne, soit, plus vraisemblablement, de créer des structures au sein de l'Union européenne qui seraient agréées en tant que gérant d'OPCVM, de FIA ou de prestataires de services d'investissement (notamment pour la gestion de portefeuille) au sens de la Directive MiFID afin de bénéficier du passeport et d'exercer ainsi leurs activités dans tous les États membres de l'Union européenne.

Les autorités compétentes des États membres sont d'ailleurs déjà confrontées à des demandes d'agrément de gérants d'origine britannique, que ce soit pour gérer des OPCVM, des FIA ou pour fournir des services d'investissement depuis un État membre. Bien que ce phénomène semble encore limité à ce stade, notamment en France, il est probable que le nombre de demandes en ce sens augmentera.

A cet égard, l'entité britannique qui déciderait de créer une structure dans un État membre de l'Union européenne (généralement, une société fille ou une société sœur de l'acteur historiquement basé à Londres) laquelle déléguerait ou externaliserait certaines fonctions à sa société mère ou à sa société sœur britannique, ne devrait être agréée par l'autorité locale de l'État membre dans lequel elle veut s'installer que pour autant que cette structure européenne dispose d'une certaine « substance ».

La demande d'agrément ainsi déposée auprès d'une autorité d'un État membre ne devrait être ni mieux traitée¹⁰¹, ni moins bien traitée que si cette demande provenait d'une entité située dans un pays tiers n'ayant jamais fait partie de l'Union européenne.

Les conditions de délivrance de l'agrément, notamment celles liées à la substance, devraient être appliquées de manière uniforme par les différentes autorités locales des États membres pour assurer un traitement homogène des dossiers déposés par les entités situées dans les pays tiers et éviter les concurrences éventuellement déloyales entre États membres ainsi que les arbitrages réglementaires.

4.1.2.1 - Délégation et externalisation de la gestion

La tentation peut être grande pour un acteur britannique de maintenir au Royaume-Uni ses moyens (humains ou techniques), totalement ou principalement, et de limiter au strict minimum les moyens,

¹⁰¹ En particulier, l'ESMA a rappelé à plusieurs reprises que les agréments octroyés par les autorités britanniques ne valaient pas reconnaissance automatique au sein de l'Union européenne. En d'autres termes, ce n'est pas parce qu'une entité britannique a été agréée par la FCA par exemple qu'elle devrait lors de son implantation au sein de l'Union européenne être agréée automatiquement.



et donc les coûts, liés à son implantation sur le territoire de l'Union européenne. Dans cette optique, l'entité agréée et implantée sur le territoire de l'Union européenne pourrait avoir recours à d'amples délégations et/ou externalisations auprès de sa société sœur ou mère britannique.

Pour encadrer le recours aux délégations et externalisations, l'ESMA a posé un certain nombre de principes à l'attention notamment des autorités locales européennes dans deux « avis » :

- L'Avis Général qui prévoit des principes généraux visant à encourager une « *supervision convergente* » ; et
- l'Avis Sectoriel relatif à la supervision de la gestion de portefeuille.

Ces avis, qui apportent des éclairages essentiels, ne résolvent toutefois pas toutes les difficultés d'application.

(a) Les éclairages apportés par l'ESMA

Parmi les exigences posées par l'ESMA en termes de délégation, et donc en termes de localisation des acteurs britanniques au sein de l'Union européenne, il ressort deux exigences générales :

- **La délégation ou l'externalisation ne doit pas conduire à l'implantation d'entités « boîtes aux lettres » au sein de l'Union européenne¹⁰².**

Cette notion de « *boîte aux lettres* » n'est pas nouvelle. En effet, l'exigence pour une société de gestion de ne pas se transformer en « *boîte aux lettres* » figure tant parmi les principes applicables à la délégation de gestion de FIA issus de la Directive AIFM¹⁰³, que dans ceux applicables à la délégation de gestion d'OPCVM issus de la Directive OPCVM¹⁰⁴, quand bien même ils sont moins détaillés dans la Directive OPCVM. Cette exigence est reprise dans le RGAMF et dans la doctrine de l'AMF¹⁰⁵. En revanche, cette notion n'apparaît pas dans la Directive MiFID.

¹⁰² Principes généraux 4 à 6 de l'Avis Général et Partie V de l'Avis Sectoriel.

¹⁰³ Article 20(3) de la Directive AIFM : « La responsabilité du gestionnaire à l'égard du FIA et de ses investisseurs n'est pas affectée par le fait que le gestionnaire a délégué des fonctions à un tiers ou par toute autre sous-délégation, et le gestionnaire ne délègue pas ses fonctions au point de ne plus pouvoir être considéré, en substance, comme étant le gestionnaire du FIA et de devenir une société boîte aux lettres. » Voir également les articles 75 à 82 du Règlement Délégué AIFM.

¹⁰⁴ Article 13(2) de la Directive OPCVM : « Le fait que la société de gestion a délégué des fonctions à des tiers n'a pas d'incidence sur la responsabilité de la société de gestion ou du dépositaire. La société de gestion ne délègue pas ses fonctions dans une mesure telle qu'elle deviendrait une société boîte aux lettres. ».

¹⁰⁵ Voir articles 318-62 et 321-97 du RGAMF ; voir également AMF, Position-recommandation AMF – Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés – DOC-2012-19.



L'Avis Général de l'ESMA invite à une généralisation de cette interdiction des « boîtes aux lettres » quel que soit le service rendu, en invitant les autorités compétentes des États membres à une vigilance particulière lorsqu'une entité envisage d'externaliser ou de déléguer certaines fonctions à une entité d'un pays tiers (tel que le Royaume-Uni post-Brexit).

Dans sa doctrine, l'AMF apporte un éclairage intéressant sur la nécessité de maintenir un équilibre entre les activités de gestion non déléguées et les activités de gestion déléguées : « L'interdiction des sociétés boîtes aux lettres (dispositions des articles 313-72, 313-77 et 318-58 du règlement général de l'AMF¹⁰⁶) amène l'AMF à considérer que la société de gestion de portefeuille ne peut pas déléguer l'intégralité de la gestion des placements collectifs et des mandats dont elle a la charge. Le poids des activités déléguées ne peut donc pas excéder significativement celui des activités non déléguées. Le poids des activités déléguées par rapport aux activités non déléguées s'apprécie selon des critères adaptés à chaque situation. L'AMF a ainsi été amenée à prendre en compte, à l'occasion de dossiers présentés par des sociétés de gestion de portefeuille, le montant des encours, le nombre de gérants, l'organisation de la gestion des risques (et notamment le nombre de contrôleurs des risques), le nombre de fonds, l'organisation par pôles d'expertise au sein d'un groupe, ou encore la répartition du chiffre d'affaires entre gestion déléguée et gestion exercée en direct. A contrario, une société de gestion de portefeuille qui ne gère qu'un portefeuille reçu en délégation devra justifier de son autonomie et de la pérennité de son activité.¹⁰⁷ » La prise en compte du chiffre d'affaires paraît être un critère particulièrement pertinent qui n'est pas pris en compte par les avis de l'ESMA qui se focalisent principalement sur les moyens humains et techniques.

- **La délégation (et la localisation au sein de l'Union européenne qui précède la délégation) doit être justifiée de manière objective¹⁰⁸.**

La délégation doit en réalité être motivée à deux égards :

- Dans son principe d'abord, l'ESMA indique que la localisation au sein de l'Union européenne doit être objectivement motivée, c'est-à-dire principalement motivée par un programme d'activité au sein de l'Union européenne. Ce principe soulève quelques difficultés d'application. On peut en particulier se demander comment une autorité locale pourra vérifier que cet objectif est « principal », si cela suppose une justification objective, nécessitant, par exemple, de présenter un plan d'affaires distinguant le chiffre d'affaires réalisé en relation avec l'Union européenne et celui en relation avec des pays tiers, le premier devant

¹⁰⁶ Les dispositions auxquelles il est fait référence devront être mises à jour à la suite du changement de numérotation des articles du RGAMF qui a été opéré dans le cadre des chantiers de transposition de la Directive MiFID et de séparation des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion de portefeuille.

¹⁰⁷ AMF, Position – recommandation AMF – Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés – DOC-2012-19, p. 34-35.

¹⁰⁸ Principes généraux 4 à 6 de l'Avis Général et Partie V de l'Avis Sectoriel.



représenter plus de 50% du chiffre d'affaires total. Cette justification pourrait également être subjective et impliquer de vérifier l'intention et les motivations du demandeur. Enfin, on peut s'interroger sur les conséquences si le plan présenté n'est pas réalisé conformément à ce qui avait été prévu.

La notion de « *programme d'activité au sein de l'Union européenne* » appelle également quelques questions : suffit-il de dire que les fonds gérés seront domiciliés au moins principalement au sein de l'Union européenne ? Faut-il prouver que soit la clientèle, soit les actifs dans lesquels les fonds gérés seront investis, soit les deux, seront principalement situés au sein de l'Union européenne ?

- Dans le choix de l'État membre retenu ensuite, une demande d'agrément déposée dans un État membre de l'Union européenne suppose que ledit État membre soit celui où l'entité devrait avoir le plus d'activités au sein de l'Union européenne. L'ESMA invite les autorités locales à refuser de donner une autorisation si le choix de s'installer sur leur territoire est motivé par une volonté d'éviter des contraintes plus strictes d'un autre État membre dans lequel l'entité devrait exercer la plus grande partie de ses activités. A cet effet, les autorités doivent obtenir des informations suffisamment détaillées notamment sur les zones géographiques d'activités. Si le principe est clair, il soulève également des difficultés d'interprétation, notamment s'agissant de la notion de zones d'activités ou d'exercice : s'agit-il de celles où les décisions d'investissement sont prises, celles où les fonds gérés sont domiciliés, celles où les actifs ou les clients sont les plus nombreux ?

Les principes posés par les avis de l'ESMA appellent des clarifications sur ces points et pourraient être susceptibles de conduire les autorités compétentes des États membres à porter une appréciation subjective qui ne favorisera pas un traitement homogène des demandes d'agrément.

(b) Remarques sur les avis de l'ESMA

L'ESMA aborde principalement la délégation des fonctions support et non la délégation de la gestion d'actifs. Il semble évident que la délégation soulève davantage de risques et de questions lorsqu'elle porte sur les fonctions de gestion (*front office*) plutôt que sur les fonctions support (*back et middle office*). La valeur ajoutée d'un gérant réside principalement dans les fonctions de *front office* et donc dans sa capacité à identifier et à investir dans les meilleures opportunités, bien plus que dans la capacité à gérer des ordres de souscription par exemple. Force est de constater que pour apprécier la substance de l'entité relocalisée, l'ESMA névoque pas directement les moyens humains liés à la gestion des actifs. Or, dans la Directive OPCVM et la Directive AIFM, une autorité d'un État membre doit s'assurer de l'honorabilité et de l'expérience des dirigeants effectifs avant d'octroyer un agrément à une société de



gestion¹⁰⁹. Dès lors, l'agrément d'une société de gestion et la délégation des fonctions de gestion ne devraient être permis que si la société de gestion délégante et la société de gestion délégataire disposent, chacune en ce qui la concerne, de personnes disposant d'une compétence et d'une expérience suffisantes dans le domaine de la gestion envisagée. D'ailleurs, en France, l'AMF exige que les sociétés de gestion françaises disposent de gérants ayant réussi un examen de certification professionnelle et une harmonisation européenne en la matière paraît souhaitable.

L'ESMA indique que la délégation n'est autorisée que dans la mesure où elle n'excède pas de manière substantielle les fonctions de gestion qui sont assurées en interne. L'ESMA précise que la portée et l'étendue des délégations de gestion financière ne doivent pas excéder certaines limites et, rappelant sa doctrine antérieure sur la question, que cette appréciation doit être faite fonds par fonds et non au niveau d'un groupe de fonds.¹¹⁰ Cela impliquerait donc que, pour un fonds donné, un gérant ne saurait déléguer intégralement la gestion financière ni la gestion des risques, même s'il conserve lesdites fonctions pour les autres fonds qu'il gère. Quand bien même elle ne correspond pas à la pratique française, cette position paraît la plus protectrice pour prévenir les localisations abusives par lesquelles des gérants étrangers proposeraient leurs services de gestion de fonds au travers de plateformes de gestion de taille très importante.

Il va de soi que ces mesures ne devraient pas poser de difficultés dans les structures autogérées¹¹¹. En effet, celles-ci sont agréées en tant que gérant et donc soumises aux conditions de substance (au moins de compétence de gestion financière pour celles soumises à la Directive AIFM).

En revanche, le recours au détachement des gérants ou de certaines fonctions auprès d'entités affiliées ou non affiliées semble plus problématique. Force est de constater que l'ESMA névoque que l'hypothèse où les moyens humains ne sont pas internes à la société de gestion délégataire ou à la société de gestion délégante mais détachés ou mis à disposition par un tiers (y compris un affilié). Sur ce point, les positions risquent encore une fois de varier selon les États membres. Ainsi, l'AMF accepte que du personnel soit « *mis à disposition* » ou « *détaché* ». Toutefois, cela ne semble autorisé qu'entre sociétés d'un même groupe et que si le personnel mis à disposition est rattaché hiérarchiquement aux dirigeants de l'entité dans laquelle le personnel est détaché. En tout état de cause, les fonctions clés¹¹², si elles peuvent être assumées par un personnel mis à disposition par une société du groupe, ne peuvent être exercées par de simple prestataires de services selon l'AMF¹¹³.

¹⁰⁹ Article 8(1) de la Directive AIFM : « Les autorités compétentes de l'État membre d'origine du gestionnaire n'octroient pas d'agrément sauf si : [...] (c) les personnes qui dirigent de fait l'activité du gestionnaire ont une honorabilité et une expérience suffisantes, également en ce qui concerne les stratégies d'investissement menées par les FIA gérés par le gestionnaire, l'identité de ces personnes, ainsi que de toute personne leur succédant dans leurs fonctions, devant être immédiatement notifiée aux autorités compétentes de l'État membre d'origine du gestionnaire et la conduite de l'activité du gestionnaire devant être déterminée par au moins deux personnes remplissant ces conditions ».

¹¹⁰ Avis Sectoriel, paragraphe 56.

¹¹¹ Néanmoins, à la date de ce rapport et à notre connaissance, il n'existe pas en France de FIA autogérés.

¹¹² Dirigeant, gérant financier, responsable conformité et contrôle interne, responsable du contrôle des risques.

¹¹³ AMF, Position-recommandation AMF, Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés – DOC-2012-19.



L'ESMA rappelle que la législation conditionne l'externalisation ou la délégation à des entités de pays tiers à une coopération entre l'autorité locale et l'autorité du pays tiers. Cette exigence, qui s'applique dans certaines hypothèses¹¹⁴, est source de traitements différenciés entre États membres qui peut amener certains acteurs à privilégier un État membre plutôt qu'un autre imposant des conditions d'application plus strictes. D'une manière générale mais aussi dans le cadre particulier du *Brexit* et des futures relations avec les autorités de supervision britanniques, on peut s'interroger sur l'opportunité de mettre en place des lignes directrices claires sur les modalités d'une telle coopération, de la mise au point d'accords-cadres au niveau de l'ESMA ou d'une supervision par l'ESMA. La même question se pose dans les autres domaines variés dans lesquels la réglementation européenne impose une coordination entre l'autorité compétente d'un État membre et celle d'un pays tiers.

L'ESMA a une approche pragmatique de la notion de délégation qu'elle entend élargir à toute forme de recours à un tiers, que celui-ci ait lieu via une externalisation ou un recours au conseil en investissement. A cet égard, l'ESMA invite les autorités locales à s'assurer que les schémas de conseil en investissement donnés à une entité n'ont pas pour objet ou effet de contourner la réglementation. L'entité ne peut se contenter, à cet égard, d'un simple contrôle formel de ce que l'investissement conseillé ne viole pas les restrictions d'investissement. Elle doit être en mesure de prouver qu'elle a mené sa propre analyse du conseil en investissement.

4.1.2.2 - Gouvernance et fonctions clés

(a) Les exigences en termes de gouvernance posées par l'ESMA¹¹⁵

L'ESMA fixe dans ses avis deux seuils objectifs : (i) l'entité délégante doit disposer en principe de deux *senior managers* en charge de sa conduite et (ii) les autorités devraient surveiller étroitement les entités délégantes qui sont dotées de moins de trois employés à temps plein qui se consacrent aux activités de gestion de portefeuille, de contrôle des risques et de surveillance du délégataire.

Force est de constater que l'ESMA fournit peu de détails sur la notion de « *senior manager* ». On pourrait imaginer qu'il s'agisse de mandataires sociaux, de cadres ou de gérants. Toutefois, il semble que cette notion se rapproche davantage de celle de mandataire social dans la mesure où l'ESMA indique que ces personnes décident de la « *conduite de l'entité* ». Or, comme il a été dit précédemment, les mandataires sociaux, s'ils ne sont pas décisionnaires des actifs à acquérir et vendre, ne sont pas les personnes qui produisent la valeur ajoutée d'un gérant.

¹¹⁴ Article 13(1)(c) de la Directive OPCVM et Article 20(1)(d) de la Directive AIFM.

¹¹⁵ Principes généraux 8 de l'Avis Général et Partie IV de l'Avis Sectoriel.



L'ESMA exige que le siège social et l'établissement principal soient situés dans le même État membre.

L'ESMA invite les autorités à veiller à ce que les personnes qui occupent de nombreuses fonctions de direction soient en mesure d'effectuer correctement leurs tâches et missions. Les membres des conseils et les *seniors managers* doivent avoir la compétence et l'expérience nécessaires et allouer un temps de travail suffisant à leurs fonctions. Les personnes clés et *seniors managers* de l'entité doivent être salariés dans l'État membre de l'entité et effectivement consacrer une partie de leur temps de travail dans cet État, adaptée à leur rôle, s'ils ne travaillent pas à temps plein. Les autorités locales peuvent donner des indications de temps de travail minimum.

Quand l'entité est une filiale d'un groupe, les membres de l'organe décisionnaire de l'entité doivent avoir le pouvoir de la gérer. En d'autres termes, les membres des conseils et les *seniors managers* doivent avoir des pouvoirs de décision, quand bien même l'entité est une filiale d'un groupe, pour leur permettre d'exercer leurs responsabilités.

Les autorités locales doivent adapter leurs exigences en termes de procédures et d'organisation à la taille, nature, étendue et complexité des entités et à la nature et au nombre d'activités envisagées. Sous certaines conditions uniquement et selon l'entité concernée, les *senior managers* peuvent assurer le contrôle interne. Si l'entité est plus complexe, l'autorité locale pourra exiger plus de deux *senior managers*.

(b) Notion de « fonction clé »

La notion de « *fonction clé* » n'est pas définie par la Directive AIFM, la Directive OPCVM ou encore la Directive MiFID. Il existe des disparités notables dans la transposition de ces Directives en ce qui concerne les exigences de localisation de certaines fonctions dans l'État membre dans lequel est implanté le gestionnaire ou le fonds.

Les transpositions françaises des Directives AIFM et OPCVM exigent la présence en France de deux gérants au minimum, d'un responsable de la conformité et du contrôle interne ainsi que d'un responsable des risques. Au Luxembourg, les fonctions de gestion, d'administration de fonds, d'agent de transfert et de teneur de registres peuvent notamment être déléguées. Il est seulement exigé qu'une fonction indépendante des risques, une fonction indépendante de conformité et la fonction de valorisation soient représentées au Luxembourg.

En matière d'externalisation, la transposition française des Directives OPCVM et AIFM pose pour limite que l'externalisation ne doit pas transformer la société de gestion en boîte aux lettres. Un équilibre entre les activités de gestion non déléguées et les activités de gestion



déléguées est exigé sur la base de critères définis par l'AMF, tenant compte du montant des encours, du nombre de gérants, de l'organisation de la gestion des risques, du nombre de fonds, de l'organisation par pôles d'expertise au sein d'un groupe ou encore de la répartition du chiffre d'affaires entre gestion déléguée et gestion exercée en direct¹¹⁶. D'autres États membres de l'Union européenne se montrent moins exigeants en la matière.

Enfin, il existe également une disparité dans les conditions exigées dans certains États membres pour exercer les fonctions clés. En France, il est exigé que le gérant d'une société de gestion dispose d'une qualification minimale ainsi que d'un niveau de connaissance suffisant justifié par le passage d'un examen certifié par l'AMF. Dans d'autres États membres, il n'existe pas de tels critères : le régulateur vérifie seulement l'honorabilité et l'expérience du gérant sur la base de son *curriculum vitae* et des informations complémentaires qu'il a pu lui demander.

Tenant compte de ces divergences d'appréciation d'un État membre à l'autre, on ne peut qu'inviter à une meilleure convergence sur ces questions.

4.1.2.3 - Substance et commercialisation

Inspirée de la pratique américaine qui consiste à autoriser la sollicitation ou la réalisation d'opérations financières aux États-Unis par le truchement d'un prestataire disposant de tous les agréments nécessaires (*chaperoning broker-dealer*), la pratique du chaperonnage (ou *chaperoning* en anglais) a été particulièrement discutée ces derniers mois. Dans les faits, le chaperonnage permettrait à un gérant d'un pays tiers de commercialiser ses produits sur le territoire de l'Union européenne pour autant que les actes de commercialisation soient réalisés avec la participation systématique d'un acteur dûment autorisé à réaliser des actes de commercialisation sur le territoire de l'Union européenne pour les produits concernés. A titre liminaire, il paraît symptomatique que le besoin de consacrer cette pratique n'ait jamais été véritablement discuté avant le *Brexit*. En outre, cette pratique paraît en décalage avec les règles européennes qui imposent de démontrer une substance minimum sur le territoire de l'Union européenne ainsi que cela a été discuté auparavant. Pour le groupe de travail, cette pratique se fonde sur l'absence de règles précises relatives à la commercialisation et à la distribution en matière de gestion collective, notamment l'absence de règles de substance et d'organisation de la fonction de commercialisation. Le groupe de travail invite les autorités compétentes à prendre position en ce sens pour prévenir l'émergence de pratiques différentes d'un État membre à l'autre.

¹¹⁶ AMF, *Position – recommandation AMF– Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés – DOC-2012-19*, p. 35-36.



4.2 - Difficultés d'application en matière de services d'investissement

L'identification du lieu où la prestation de services d'investissement est rendue est déterminante dans l'application du régime qui en découle, tant pour le service lui-même, que pour les parties prenantes (gérant-mandataire et client). La localisation du service d'investissement nécessite d'identifier la prestation caractéristique qu'il implique.

4.2.1 - La gestion sous mandat

La localisation du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers soulève des interrogations, car plusieurs critères peuvent être envisagés et notamment : lieu de conclusion du mandat, lieu de résidence du mandataire, lieu de prise des décisions d'investissement ou de désinvestissement, lieu de passation des ordres, lieu de résidence du mandant, lieu d'inscription en compte ou de dépôt des instruments financiers ou lieu de suivi et de contrôle.

Cette interrogation revêt une importance particulière lorsque chaque composante de la prestation s'exécute dans un lieu différent. Il en va ainsi lorsque le gérant, le compte et le client sont chacun localisés dans des États différents. Il ne s'agit pas d'une question nouvelle, mais il est à anticiper que, dans le cadre du *Brexit*, cette question se posera de manière récurrente et appelle une prise de position claire. (Voir le paragraphe 2.3.2 ci-dessus) Or, le droit de l'Union européenne ne décrit pas les critères de localisation des services d'investissement dans l'espace, laissant le soin à chaque droit national d'apprécier leur prestation sur son territoire.

Dans un précédent rapport¹¹⁷, le HCJP avait considéré que la prestation caractéristique de la gestion de portefeuille pour compte de tiers était la prise de décision d'investissement ou de désinvestissement par le gérant-mandataire. Si la prestation est localisée au lieu où le gérant prend les décisions d'investissement et de désinvestissement, c'est la réglementation applicable dans ce lieu qui doit trouver à s'appliquer en ce qui concerne le statut du mandataire. En complément, selon le lieu où est localisé le client, des dispositions protectrices du client pourront trouver à s'appliquer relativement à la prestation reçue conduisant à une application cumulative de plusieurs régimes juridiques à la situation.

Il nous semblerait dès lors souhaitable que l'ESMA ou une autre autorité européenne compétente puisse émettre un avis sur ces questions dans l'espace intra- et extra-communautaire, de manière à prévenir les situations d'incertitude et/ou de divergence d'interprétations qui ne manqueront pas de se présenter.

¹¹⁷ HCJP, *Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris relatif à l'accessibilité du marché français par les établissements bancaires et financiers britanniques dans un environnement post-Brexit*, HCJP, 7 novembre 2017, p. 17-18.



4.2.2 - Le conseil en investissement

La question de la localisation se pose également en matière de conseil en investissement. (Voir le paragraphe 2.3.2 ci-dessus) Le conseil en investissement est défini comme « *le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du Code de l'environnement* »¹¹⁸.

Le conseil en investissement mérite d'être étudié dans le cadre de la gestion d'actifs car il permet d'obtenir un résultat proche de celui d'une délégation formelle dans la mesure où, dans les faits, l'entité conseillère oriente les décisions de gestion quand bien même elle ne les prend pas formellement et ne participe pas à leur exécution¹¹⁹.

La prestation de conseil en investissement est caractérisée, d'une part, par l'élaboration du conseil en investissement et, d'autre part, par la communication du conseil au client.

L'AMF a retenu que « *sous réserve de l'appréciation des tribunaux sur la question de la localisation de l'activité de conseil, l'AMF considère que la réglementation française n'a pas lieu de s'appliquer lorsque les conseils sont exclusivement fournis à des personnes résidant à l'étranger, à moins que ces personnes ne se déplacent sur le territoire français pour recevoir lesdits conseils* »¹²⁰. Dans un précédent rapport¹²¹, le HCJP avait conclu que, sous réserve de la confirmation jurisprudentielle de cette interprétation, la présence du client en France lors de la réception du conseil en investissement pourrait justifier le rattachement en France du conseil en investissement. Là encore, une position claire de l'ESMA ou d'une autre autorité européenne compétente serait bienvenue.

4.3 - Difficultés d'application des textes européens relatifs à la supervision

4.3.1 - Les mécanismes favorisant le dialogue entre régulateurs nationaux

4.3.1.1 - Présentation du mécanisme de coopération des autorités nationales au sein de l'ESMA

Conformément à l'article 29 du Règlement (UE) n° 1095/2010 du 24 novembre 2010 (le « **Règlement ESMA** »), l'ESMA a pour mission de promouvoir activement une culture commune et des pratiques

¹¹⁸ Article D. 321-1 du CMF.

¹¹⁹ Dans le même sens, voir l'Avis Sectoriel de l'ESMA, paragraphe 40.

¹²⁰ AMF, Position AMF n° 2006-23, Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers, n° 1.5.

¹²¹ HCJP, Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris relatif à l'accessibilité du marché français par les établissements bancaires et financiers britanniques dans un environnement post-Brexit, 7 novembre 2017, p. 17.



cohérentes en matière de surveillance au sein de l'Union européenne. Cette mission doit être analysée au regard des objectifs généraux de l'ESMA, qui doit, notamment, contribuer à « éviter les risques d'arbitrage réglementaire et favoriser des conditions de concurrence égales »¹²².

L'ESMA a été dotée d'un certain nombre de pouvoirs qui lui permettent de favoriser l'émergence de cette culture commune, notamment pour élaborer « de nouveaux instruments et outils de convergence pratiques afin de promouvoir les approches et pratiques de surveillance commune »¹²³.

Le neuvième principe général de l'Avis Général prévoit, sur la base de l'article 29(2) précité, la mise en place « d'un forum de discussion entre les régulateurs européens concernant les établissements financiers qui souhaiteraient relocaliser des entités, des activités ou des fonctions au sein de l'UE des 27 » (le *Supervisory Coordination Network* – le « **SCN** »).

L'objectif du SCN est de permettre aux autorités nationales compétentes de discuter de cas concrets de localisation au sein de l'Union européenne sur une base *ex ante*¹²⁴ afin d'encourager des décisions cohérentes par les autorités nationales en particulier sur le sujet de l'externalisation et de la délégation. Ces cas sont discutés sur une base anonyme par des experts issus de chaque autorité de supervision nationale, sous la présidence du directeur exécutif de l'ESMA¹²⁵.

Comme cela est rappelé ci-dessus, sur la base de l'Avis Général, l'ESMA a diffusé trois avis sectoriels le 13 juillet 2017, afin de fournir davantage de précisions concernant certains secteurs, notamment celui de la gestion d'actifs. Elle y rappelle, notamment, les obligations de coopération qui s'imposent aux autorités nationales au titre du droit de l'Union européenne (notamment des directives AIFM et OPCVM).

Ces efforts matérialisent la volonté de promouvoir une interprétation harmonisée de la réglementation européenne afin de réduire le risque que les stratégies de localisation dans l'Union européenne des acteurs ne reposent en tout ou partie sur un arbitrage réglementaire lié aux positions ou aux pratiques d'un régulateur national¹²⁶.

¹²² Article 1(5)(d) du Règlement ESMA.

¹²³ Article 29(2) du Règlement ESMA.

¹²⁴ ESMA, *Supervisory Convergence Work Program 2018*, 7 février 2018, p. 10.

¹²⁵ ESMA, *Keynote Address, CMU, Brexit and ESA review – What's next?*, 20 Mars 2018, ESMA71-99-964, p.3.

¹²⁶ Le Président de l'ESMA, Steven Maijor, a précisé à ce sujet que « Les avis n'appliquent pas de normes ou d'exigences nouvelles ou différentes, mais appliquent plutôt les pratiques législatives et de surveillance existantes au cas particulier du retrait de l'UE du Royaume-Uni. [...] L'ESMA doit veiller à ce que les entreprises soient traitées de manière convergente et ne déterminent pas leur choix pour des raisons d'arbitrage réglementaire ou de surveillance. » ESMA, *Press Release, ESMA issues sector-specific principles on relocations from the UK to the EU27*, 13 juillet 2017.



4.3.1.2 - Les difficultés de mise en œuvre

La mise en œuvre de ce dispositif présente toutefois certaines faiblesses, qui tiennent, notamment, au fondement juridique du dispositif.

Comme indiqué ci-avant, le SCN a été institué par un avis de l'ESMA (sur la base de l'article 29(2) du Règlement ESMA). Il constitue, au même titre que les *public statements* ou les Q&A de l'ESMA, un outil de convergence de droit souple, en théorie dépourvu de force contraignante¹²⁷.

De ce fait, le fonctionnement du SCN s'en trouve affecté. Les cas discutés lors du SCN le sont sur une base anonyme et volontaire. Ni l'ESMA, ni les autres régulateurs ne peuvent donc imposer à une autre autorité nationale de présenter une affaire au SCN et de suivre ses recommandations. Le SCN a vocation de permettre le partage de l'information et la convergence de bonnes pratiques sans que les observations formulées au sein de cet espace d'échanges ne lient les régulateurs nationaux.

Dans ce contexte, l'ESMA a indiqué être disposée à faire usage de l'ensemble de ses pouvoirs afin de soutenir activement cet effort de convergence, en particulier par un travail de suivi, la formulation d'avis supplémentaires aux autorités nationales, des examens par les pairs voire des enquêtes sur de prétendues violations ou non-applications du droit de l'Union européenne en vertu de l'article 17 du Règlement ESMA¹²⁸.

4.3.2 - Consolidation du rôle de l'ESMA dans le cadre de l'externalisation et de la délégation

4.3.2.1 - Présentation des modifications contenues dans la proposition de règlement sur les pouvoirs des autorités européennes de surveillance dans le cadre de la délégation ou externalisation d'activités

Le 20 septembre 2017, la Commission européenne a publié une proposition de règlement afin de réformer les autorités européennes de supervision (la « **Proposition de Règlement Réformant les AES** »)¹²⁹,

¹²⁷ Contrairement aux orientations et aux recommandations, il n'est pas soumis au processus *comply or explain* pour le cas où les autorités nationales souhaiteraient ne pas l'appliquer véritablement. Voir à ce sujet, T. Bonneau, « Les *public statements* de l'ESMA » – Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre.

¹²⁸ « ESMA stands ready to make use of all its powers in order to support supervisory convergence activity through follow-up work including bringing cases for discussion in the context of this Supervisory Coordination Network, providing opinions to NCAs, conducting peer reviews and initiating investigations of possible breaches of Union law as the need may arise », Avis Général, p.7.

¹²⁹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil 2017/0230 (COD) modifiant le règlement (UE) n° 1093/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), le règlement (UE) n° 1094/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens, le règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens, le règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers, le règlement (UE) 2015/760 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, le règlement (UE) 2016/1011 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et le règlement (UE) 2017/1129 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, COM (2017) 536, 2017/0230/COD, 20 septembre 2017.



dont l'article 31 *bis* prévoit notamment de renforcer le rôle de coordination de l'ESMA en matière de délégation et d'externalisation vers les pays tiers¹³⁰.

Le dispositif proposé par la Commission s'articule principalement autour de l'information effective de l'ESMA sur toute délégation ou externalisation significative et du pouvoir de l'ESMA d'émettre des avis ainsi que des orientations ou recommandations à l'intention des autorités nationales concernées par ces délégations.

Plus précisément, l'information de l'ESMA est assurée au sein du dispositif par un double mécanisme de notification qui s'impose :

- d'une part, vis-à-vis de l'ESMA, aux autorités nationales ayant pris connaissance d'un projet de délégation ou d'externalisation vers des pays tiers dans le cadre d'une procédure d'agrément ou d'enregistrement d'un établissement financier ; et
- d'autre part, vis-à-vis des autorités nationales compétentes, aux établissements financiers qui externalisent ou délèguent leurs activités vers des pays tiers (les notifications des établissements financiers sont adressées aux autorités nationales compétentes, qui sont ensuite tenues d'informer l'ESMA de ces délégations sur une base semestrielle).

La Proposition de Règlement Réformant les AES prévoit également que l'ESMA puisse adresser des avis ainsi que des recommandations ou orientations aux autorités concernées à la suite de ces notifications, y compris la recommandation de réexaminer ou de retirer un agrément¹³¹. Prises sur la base de l'article 16 du Règlement ESMA, ces orientations et recommandations s'imposeraient aux autorités, sous réserve de la mise en œuvre du principe « *comply or explain* ».

A la suite de cette Proposition de Règlement Réformant les AES, l'AMF a pris position en faveur d'un renforcement du rôle et des pouvoirs de l'ESMA en matière de supervision et de convergence, en particulier dans le cadre des délégations et externalisations vers les pays tiers¹³². Toutefois, dans sa position, l'AMF fait part de ses préoccupations au sujet des délais que pourraient susciter la procédure de notification et d'avis envisagée, et souligne qu'il conviendrait de clarifier les hypothèses ayant vocation à entrer dans le champ d'intervention de l'ESMA.

¹³⁰ L'article 31 *bis* de la Proposition de Règlement Modifiant les AES couvre toute « externalisation ou délégation d'une partie importante des activités ou des fonctions clés d'un établissement financier ou le transfert des risques d'une partie importante des activités » d'un établissement financier vers des pays tiers.

¹³¹ Les notifications adressées à l'ESMA devront être suffisamment détaillées pour permettre à l'ESMA d'effectuer une évaluation adéquate. L'ESMA pourra en outre demander aux autorités compétentes toute information utile concernant les accords d'externalisation ou de délégation ainsi que les décisions d'agrément.

¹³² Voir AMF, *Review of the European Supervisory Authorities, Position of the AMF, février 2018* ; L'AMF accueille notamment favorablement la réforme de certains des pouvoirs de l'ESMA, notamment s'agissant de l'examen des pairs.



En outre, l'AMF rappelle que le rôle accru de l'ESMA, notamment en ce qui concerne la définition des objectifs stratégiques de supervision au niveau européen, ne devrait pas empêcher les régulateurs nationaux de définir leurs propres objectifs au regard des spécificités locales.

Concernant les fonds labellisés au niveau européen (ELTIF, EuVECA, EuSEF), l'AMF se prononce en faveur d'une compétence directe de l'ESMA en matière d'agrément et de supervision. L'AMF considère néanmoins que cette compétence directe devrait être limitée aux fonds et ne pas s'étendre aux gestionnaires¹³³.

4.3.2.2 - Les difficultés de mise en œuvre

A l'instar de l'AMF, certains acteurs internationaux ainsi que des autorités nationales ont fait part de leurs réserves s'agissant de la procédure de notification à l'ESMA sur une base *ex ante*¹³⁴. Par ailleurs, le pouvoir de fait de l'ESMA de remettre en cause des délégations déjà accordées par des autorités compétentes pourrait fortement perturber les organisations déjà mises en place actuellement par les sociétés de gestion, et poserait le problème du partage de compétence entre autorités nationales et autorités européennes. Des discussions sont actuellement en cours au sein de la Commission et du Parlement européen qui pourraient conduire à modifier substantiellement cette procédure.

En tout état de cause, la mesure dans laquelle l'ESMA parviendrait à infléchir des pratiques de supervision plus souples à l'échelle nationale par le biais de recommandations pose également question en l'absence d'un pouvoir de contrôle direct sur les acteurs.

V- Recommandations concernant les activités de gestion d'actifs dans le contexte du *Brexit*

En matière de gestion d'actifs, on constate que les situations problématiques liées au *Brexit* devraient pouvoir trouver des solutions soit de manière unilatérale à l'initiative de l'Union européenne, soit au travers de schémas de restructuration préalable mis en place par les acteurs concernés (5.1).

Dans le cadre de ses travaux, le groupe de travail a fait apparaître des faiblesses dans le corpus juridique applicable à la gestion d'actifs auxquelles il convient de remédier. Quand bien même la mise en œuvre de ces recommandations n'est pas indispensable dans le cadre particulier du *Brexit*, le groupe de travail a

¹³³ AMF, *Review of the European Supervisory Authorities, Position of the AMF, février 2018, p.4.*

¹³⁴ *Les acteurs font notamment valoir qu'une procédure d'avis au moment d'un agrément ou d'un enregistrement conduirait à une augmentation significative des délais dans le cadre de procédures déjà contraignantes pour les acteurs.*



décidé de reprendre ces points sous la forme de recommandations qui s'appliquent en matière juridique (5.2) et en matière institutionnelle (5.3). Ces recommandations, si elles sont adoptées préalablement au Brexit favoriseront un *Brexit* ordonné et, si elles sont adoptées ultérieurement, devraient contribuer à une meilleure application des règles en vigueur dans l'Union européenne.

5.1 - Recommandations pour un régime de gestion extinctive

A la suite de ses travaux, le groupe de travail considère qu'une clause de grand-père (*grandfathering*) ou une période transitoire à caractère général ne seraient ni opportunes, ni nécessaires pour permettre un *Brexit* ordonné dans le domaine de la gestion d'actifs.

En revanche, certaines situations potentiellement problématiques méritent d'être signalées et devront être traitées au mieux des intérêts des clients-investisseurs établis dans l'Union européenne, par exemple au travers de schémas de restructuration et/ou dans le cadre d'une période de gestion extinctive permettant l'apurement des situations existantes et, ce, par analogie avec le régime du retrait d'agrément. Ainsi en est-il des cas suivants :

- La situation d'un gérant britannique qui, par l'effet du *Brexit*, perdrait le bénéfice de son passeport « *gestion* » lui permettant de gérer un OPCVM ou un FIA de l'Union européenne (voir la Section 2.1.1) ;
- La situation d'un gestionnaire de l'Union européenne qui, par l'effet du *Brexit*, perdrait le bénéfice de son passeport « *gestion* » lui permettant de gérer un OPCVM ou un FIA britannique ou ne pourrait plus déléguer la gestion de son fonds à une entité britannique (voir la Section 3.1.2.2) ;
- Toutes les situations dans lesquelles un OPCVM ou un FIA (voire un mandat de gestion individuel) ne serait plus autorisé (ou, à tout le moins, plus dans les mêmes conditions) à détenir des titres (actions, parts de fonds, titres de créances, créances...) britanniques l'obligeant par exemple à céder de tels actifs dans des conditions qui ne sont pas dans l'intérêt de ses clients. Il en est par exemple ainsi de la situation d'un FIA ou d'un OPCVM nourricier de l'Union européenne qui serait investi dans un FIA ou un OPCVM maître britannique (voir la Section 2.1.2) ; et
- La situation d'un mandat de gestion conclu entre un gérant britannique et un client de l'Union européenne avant le *Brexit* et qui devrait se poursuivre au-delà du *Brexit* (voir la Section 2.3.2).

La mise en place d'une période de gestion extinctive, qui ne devrait pas excéder deux ans et pourrait, le cas échéant, nécessiter l'accord des clients-investisseurs concernés, permettrait aux gérants concernés de mettre en œuvre des mesures palliatives dans l'intérêt de leurs clients-investisseurs (le cas échéant sous le contrôle de l'autorité de contrôle compétente), soit en recherchant et en substituant de nouveaux gérants dûment autorisés, soit en mettant fin à la prestation progressivement en minimisant les risques et les impacts négatifs pour leurs clients-investisseurs.



Pour le groupe de travail, les autres situations envisagées dans le présent rapport relèvent soit de modifications réglementaires qui pourront être aisément être mise en œuvre par les régulateurs avant le *Brexit*, soit d'ajustements de nature plutôt technique qui devront être anticipés par les acteurs concernés, soit ne comportent pas d'ambiguïté d'un point de vue juridique et, dès lors, n'appellent pas de clarifications particulières.

5.2 - Recommandations pour une meilleure coordination et cohérence juridique

5.2.1 - Alignement des régimes applicables dans le cadre des Directives OPCVM, AIFM et MiFID

L'analyse comparée des dispositifs prévus par les Directives OPCVM, AIFM et MiFID fait apparaître des divergences qui peuvent donner lieu soit à des traitements différenciés entre les États membres, soit à des applications divergentes entre des textes se rapportant à une même industrie¹³⁵. Les modifications qui sont proposées dans le présent rapport permettraient d'assurer une application uniforme des grands principes applicables à la gestion d'actifs.

Ainsi, en matière de substance et pour lutter contre les entités « *boîtes aux lettres* », il apparaît que les conditions de délégation de gestion des OPCVM devraient être alignées sur les critères plus précis fixés par la Directive AIFM. En outre, dans la Directive OPCVM et la Directive AIFM, on constate que de nombreux points pourraient être précisés pour faciliter une interprétation harmonisée des textes, notamment, en matière de substance (voir la Section 4.1.2.1(b)), en matière de gouvernance et de fonctions-clés (voir la Section 4.1.2.2) ou encore en matière de commercialisation (voir la Section 4.1.2.3).

Par ailleurs, il apparaît que le régime des pays tiers de la Directive AIFM devrait être précisé avant d'être mis en œuvre¹³⁶ et qu'à l'instar du régime prévu par le Règlement MiFIR toute décision d'équivalence relative à un pays tiers devrait être subordonnée à une réciprocité de la part du pays tiers en question.

5.2.2 - Harmonisation des régimes nationaux

En dépit des efforts importants réalisés pour faire émerger un corpus commun de règles en matière de gestion d'actifs, on constate que des régimes nationaux subsistent pour la commercialisation et la

¹³⁵ Il existe ainsi des règles différentes entre la Directive OPCVM et la Directive AIFM alors même qu'elles traitent toutes deux de la gestion de fonds. Par ailleurs, sur certains sujets, la Directive OPCVM est plus souple que la Directive AIFM ce qui ne peut manquer de surprendre dès lors que la Directive OPCVM régit la gestion de fonds destinés au public et donc à des investisseurs de détail (« *retail* »), alors que la Directive AIFM régit la gestion de fonds destinés à des investisseurs « *professionnels* ».

¹³⁶ L'ESMA partage ce constat à plusieurs égards dans son avis du 30 juillet 2015 (*Advice ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs*, ESMA/2015/1236).



fourniture de produits et services (régime dit de « *placement privé* », voir notamment les Sections 2.2.1 et 3.1.2.1), mais aussi pour l'agrément des acteurs (voir la Section 3.2.2.2). Ces régimes nationaux qui échappent en partie à la législation européenne ne garantissent pas un traitement homogène de la clientèle de l'Union européenne ni des conditions de concurrence équitables entre États membres, alors qu'on pourrait se demander s'ils ne relèvent pas du domaine des échanges commerciaux dont l'Union européenne a le monopole. Dès lors, il y a lieu de s'interroger sur l'opportunité à terme de mettre fin à ces régimes et de faire en sorte que la législation européenne envisage et traite expressément toutes les situations faisant intervenir un gérant, une entreprise d'investissement ou un FIA (y compris d'un pays tiers) selon les différentes configurations possibles, à savoir : (1) avec passeport dans le cadre d'un régime d'équivalence mutuel ou sans passeport et (2) auprès d'une clientèle professionnelle exclusivement ou auprès de toute clientèle.

5.2.3 - Clarifications de la réglementation applicable à la gestion sous mandat et au conseil en investissement

On constate que certaines questions se posent de manière récurrente concernant les réglementations « *acteurs* » qui s'appliquent en présence de contrats de gestion sous mandat (voir la Section 4.2.1) ou de contrats de conseil en investissement (voir la Section 4.2.2). Il ne s'agit pas de questions nouvelles ou propres au *Brexit*, car elles concernent les relations intra et extra-communautaires, mais il est à anticiper que, dans le cadre du *Brexit*, ces questions se poseront de manière récurrente. Elles appellent donc des prises de positions claires pour assurer une sécurité juridique pour les acteurs de l'industrie.

5.3 - Recommandations pour une meilleure coordination institutionnelle

Dans le cadre des réflexions menées par le groupe de travail, il est apparu que l'ESMA a une vocation naturelle à assurer un rôle pivot dans l'application des textes européens vis-à-vis des pays tiers et donc du Royaume-Uni post-*Brexit*.

La Proposition de Règlement Réformant les AES (voir la Section 4.3.2.1) prévoit, notamment, deux mécanismes de notification des délégations ou externalisations vers les pays tiers à la suite desquelles l'ESMA pourrait émettre des recommandations ou orientations aux autorités concernées. Le premier s'appliquerait *ex ante* dans le cadre d'une procédure d'agrément ou d'autorisation soumise à une autorité nationale. Le second mécanisme s'appliquerait *ex post* aux acteurs déjà autorisés par leur autorité nationale. Dans le principe, la mise en œuvre de ces propositions permettrait de garantir un traitement homogène des dossiers de délégation ou d'externalisation au sein de l'Union européenne, tant il apparaît que les dossiers impliquant des pays tiers devraient être traités à un certain stade au niveau de l'ESMA afin de promouvoir une approche coordonnée au sein de l'Union européenne. Toutefois, une telle réforme devrait être envisagée avec le souci d'une efficacité dans le traitement des dossiers.



Selon une seconde approche, il pourrait être proposé de préciser encore l'application des critères de substance fixés par l'ESMA mais cela comporterait le risque de rigidifier le régime de la délégation de gestion sans nécessairement atteindre l'objectif d'un traitement harmonisé.

Selon une troisième approche, il pourrait être envisagé de renforcer les pouvoirs de l'ESMA par le développement du SCN prévu dans l'Avis Général de l'ESMA.

Et, selon une quatrième approche, un pouvoir de contrôle direct sur les acteurs en matière de délégation de gestion vers des pays tiers pourrait être accordé à l'ESMA. Dans une telle hypothèse, il conviendrait alors de prévoir des mécanismes de recours appropriés contre les décisions de l'ESMA. Cette quatrième proposition apparaît néanmoins très ambitieuse.

Enfin, de nombreuses dispositions européennes renvoient à des mécanismes de coopération entre les autorités compétentes des États membres et les autorités de surveillance des pays tiers. Ces accords de coopération étant négociés de manière bilatérale, il existe un risque de distorsions entre les accords de coopération d'un État membre à l'autre. D'une manière générale, mais aussi dans le cadre particulier du *Brexit* et des futures relations avec les autorités de supervision britanniques, on peut se demander si, non seulement, ces accords de coopération ne devraient pas être supervisés par l'ESMA, ou même être négociés au niveau de l'ESMA, pour assurer un cadre harmonisé, au sein duquel les autorités compétentes des États membres pourraient, si besoin, apporter des précisions, mais aussi s'ils ne devraient pas être négociés avant le *Brexit* pour entrer en vigueur au jour du *Brexit* (voir la Section 3.1.2.2).



CONCLUSION

En matière de gestion d'actifs, le groupe de travail a identifié essentiellement deux problématiques liées au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

D'une part, la perte par les acteurs britanniques des passeports gestion et commercialisation et du passeport relatif aux services d'investissement soulève des questions relatives à la continuité des relations en cours au moment du *Brexit*. L'encadrement de ces situations apparaît préférable pour assurer l'apurement des situations existantes dans un souci de sécurité juridique.

D'autre part, les Directives OPCVM, AIFM et MiFID prévoient ou autorisent des mécanismes (par exemple de délégation ou d'externalisation) permettant aux acteurs de pays tiers de pouvoir opérer de manière indirecte auprès des clients européens, sans agrément, ni implantation locale. Ces mécanismes méritent d'être davantage harmonisés entre les différentes directives et leur application mieux coordonnée.



LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 Composition du groupe de travail « *Brexit* et gestion d'actifs »

Annexe 2 La refonte du statut des EI et des SGP



ANNEXE 1

Composition du groupe de travail



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL « BREXIT ET GESTION D'ACTIFS »

PRÉSIDENT :

- **Geoffroy RENARD**, Secrétaire Général, Tikehau Capital, membre du HCJP

MEMBRES :

- **Arnaud DAVID**, Avocat associé, Cabinet Goodwin
- **Carine DELFRAYSSI**, Directrice – Affaires Juridiques et Européennes, Paris Europlace
- **Jacques DELMAS-MARSALET**, Conseiller d'État honoraire, membre du HCJP
- **Gérard GARDELLA**, Secrétaire général du HCJP
- **Brice HENRY**, Avocat associé, Cabinet Allen & Overy
- **Stéphane JANIN**, Head of global regulatory development, AXA IM
- **Loïc LEGOUËT**, Directeur juridique groupe, Amundi
- **Florence MOULIN**, Avocat associé, Cabinet Jones Day
- **Jean-Baptiste POULLE**, Avocat associé, Cabinet Spitz Poulle Kannan
- **Michel PRADA**, Inspecteur général des finances honoraire, membre du HCJP
- **Hubert de VAUPLANE**, Avocat associé, Cabinet Kramer Levin, membre du HCJP

PROFESSIONNELS AUDITIONNÉS

- **Jérôme ABISSET**, Directeur des affaires juridiques, AFG
- **France VASSAUX d'AZEMAR de FABREGUES**, Directrice des affaires juridiques et fiscales, France Invest

REPRÉSENTANT DE L'AMF

- **Olivier POUBEAU**

REPRÉSENTANT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

- **Jean-Baptiste BERNARD**



REPRÉSENTANT DE LA BANQUE DE FRANCE

- **Nassera TAMER**

SECRÉTAIRE

- **Nadège DEBENEY**, avocat collaborateur, Cabinet Jones Day

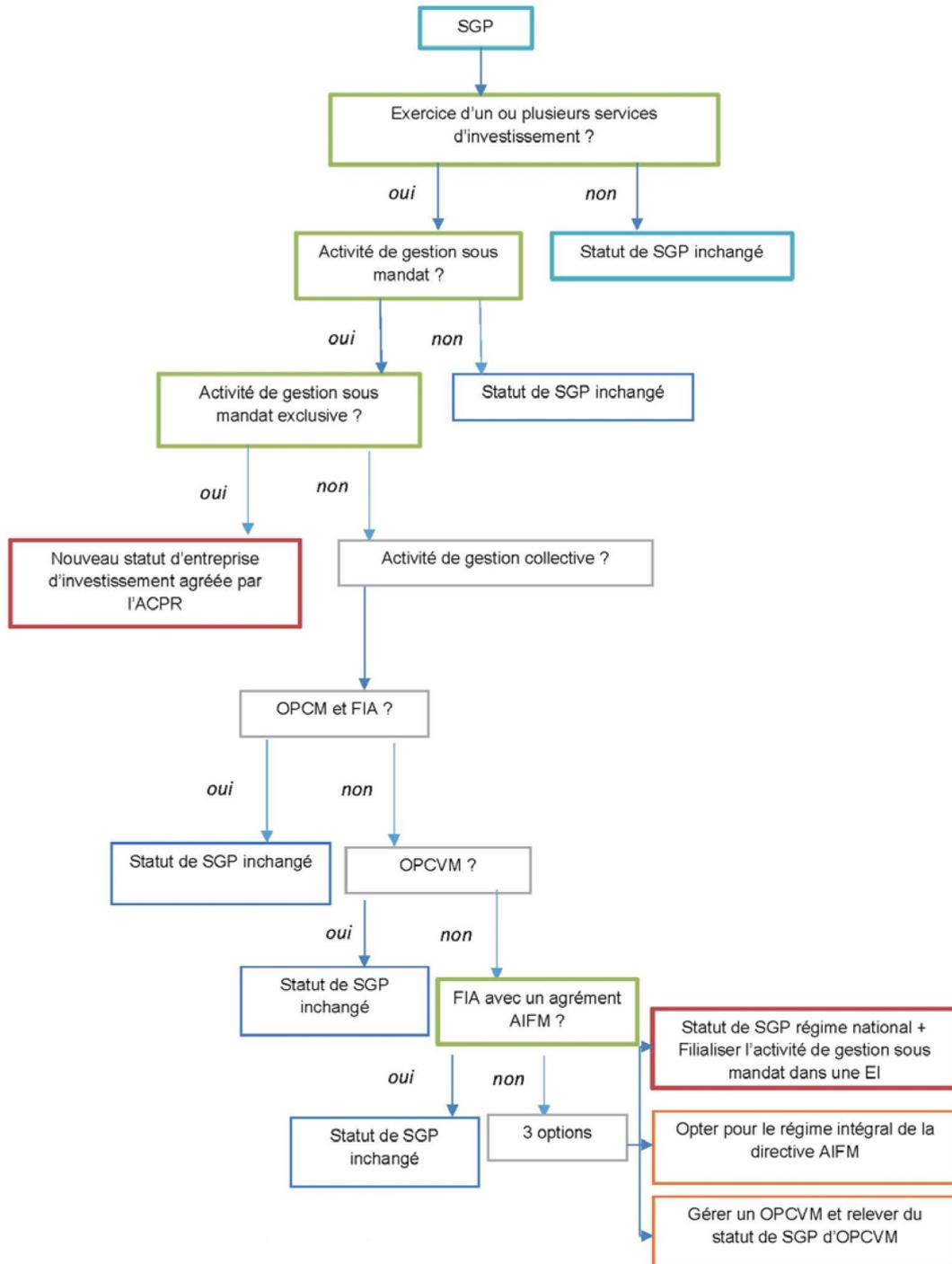


ANNEXE 2

La refonte du statut des EI et des SGP



LA REFONTE DU STATUT DES EI ET DES SGP¹³⁷



¹³⁷ Source : MIF 2 Guide sociétés de gestion de portefeuille (16 mars 2016, modifié le 6 février 2017).