



LA RÉGULATION INTERNATIONALE DE LA GESTION D'ACTIFS

HUBERT REYNIER *

Le double phénomène de désintermédiation du financement des économies et de globalisation des flux financiers, autour d'acteurs d'envergure désormais mondiale, a entraîné depuis 15 ans un remarquable renouveau des théories et des mécanismes relatifs à la régulation financière. La complexité et la propagation extrêmement rapide des nouvelles techniques financières, comme des crises régulières que traverse le marché, appellent désormais des réponses adaptées à la nouvelle donne. Une supervision par les seuls régulateurs nationaux ne peut, en effet, plus fournir tous les instruments adéquats.

Le métier de la gestion d'actifs a lui-même enregistré un développement spectaculaire au cours des dernières années. Il a acquis une place centrale dans l'économie de marché, en assurant la gestion d'une large part de l'épargne longue du public et, en particulier, des régimes de retraite d'un nombre toujours plus élevé de pays développés ou émergents. Les volumes d'encours gérés ont progressé chaque année de plus de 8 % au cours de la décennie passée. D'après les données de l'OCDE, les actifs financiers gérés s'élevaient en 2001 à 37 trillions de dollars. En 2002, ils représentaient 132 % du PIB français (contre 74 % en 1993), 190 % du PIB britannique comme du PIB américain (contre

* Secrétaire général adjoint, en charge de la Direction de la Régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Président du Comité permanent pour la gestion d'actifs de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

Cet article a été rédigé en collaboration avec Cyrille Stévant, chargé de mission à l'AMF et secrétaire du Comité permanent pour la gestion d'actifs de l'OICV.



respectivement 162 % et 136 % en 1993). L'internationalisation des acteurs de la gestion s'est également fortement accrue. En Europe, un épargnant a désormais le choix entre autant de fonds domiciliés à l'étranger que de fonds locaux. Les titres non domestiques représentent plus de la moitié des portefeuilles actions des fonds de pension ou d'investissement européens. Le secteur de la gestion d'actifs exerce, en conséquence, une influence maîtresse aussi bien sur les marchés primaires et secondaires des valeurs mobilières, que sur le marché monétaire ou le marché international des devises.

Le sujet de la gestion d'actifs n'échappe pas à la problématique générale sur le niveau d'intervention optimal des régulateurs. Conscients à la fois des enjeux précités et des limites de leur action locale, les régulateurs en charge de ce domaine se sont clairement fixés pour objectif de favoriser une harmonisation de leurs règles et de développer leurs relations de travail. Après avoir évoqué le cadre général de la régulation internationale, il est utile de présenter les formes plus concrètes et plus institutionnelles que prend cette action en matière de gestion d'actifs, que ce soit à l'échelle mondiale ou européenne, deux niveaux d'intervention auxquels l'Autorité des marchés financiers entend jouer un rôle essentiel.

2

L'ORGANISATION GÉNÉRALE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Avant d'analyser les principaux paramètres de la régulation internationale, il est nécessaire de revenir sur les sources de sa légitimité et les raisons de son essor récent.

La diversité historique des cadres juridiques nationaux

Les régulations nationales sont encore fondées aujourd'hui sur des approches très différentes d'un pays à l'autre. Les principales causes de ce phénomène sont les suivantes :

- la diversité du rôle exercé par l'État dans les économies, et notamment dans la sphère financière. La régulation de la gestion d'actifs relève directement d'organismes publics dans la plupart des pays. Le système de régulation « privée » confiée à des organismes professionnels et fondée sur l'autodiscipline des acteurs ou le contrôle entre pairs, était encore le modèle britannique jusqu'en 1998 et est toujours en vigueur au Japon. Certains pays entretiennent un modèle mixte où, comme au Brésil, le régulateur public peut déléguer des tâches de normalisation ou même de contrôle à l'association professionnelle locale ;
- l'acception variable du mot même de régulation. La définition anglo-saxonne renvoie à une notion stricte de réglementation, alors que le



terme français correspond à un pilotage plus souple que les modes plus traditionnels d'intervention de l'État. La panoplie des outils du régulateur en est fortement impactée. Les Américains procèdent essentiellement par textes unilatéraux, assortis de lettres générales ou individuelles d'interprétation sous forme de *safe harbour* ou de *no action letter*. La régulation en France ou en Grande-Bretagne fait davantage appel à des recommandations, des règles de bonnes pratiques ou à des codes professionnels validés par le régulateur, mais d'application plus flexible ;

- une opposition entre les tenants de la régulation par les règles à ceux de la régulation par les principes. La tradition juridique et la culture de *litigation* (procédure judiciaire) rendent difficile pour le régulateur américain de faire prévaloir un principe si celui-ci n'est pas assorti de règles d'interprétation détaillées. Les régulateurs européens font habituellement plus confiance à l'esprit des textes généraux qu'à la lettre de règles plus fines. Il convient toutefois de relativiser les implications de cette dernière opposition dans la mesure où une certaine convergence se fait jour depuis quelques années de part et d'autre de l'Atlantique. Chacun désormais s'accorde sur le fait que les règles n'ont de sens que si elles procèdent d'une réflexion de principe, de même que des principes dépourvus de règles d'application ont de bonnes chances de ne pas être opérationnels ;

- la soumission des activités à des législations différentes suivant les cas. Ainsi, dans la plupart des pays, la réglementation de la gestion de fonds est au moins double, suivant l'acteur en charge. Les mêmes produits sont encadrés par le régulateur financier lorsqu'ils sont gérés par une société de gestion classique mais tombent sous le code des assurances, en particulier dans le domaine de l'assurance-vie, si l'activité est intermédiée par une société d'assurance. Dans d'autres juridictions comme les États-Unis, les produits de gestion développés par les banques sont soumis à la régulation de la Réserve fédérale alors que les fonds mutuels gérés par des conseillers indépendants des banques relèvent du contrôle du régulateur financier, la SEC. Il faut y ajouter que les activités de gestion de produits salariés ou retraite, en particulier les fonds de pension, sont partout organisées autour d'une législation spécifique, souvent à la jonction du droit du travail et de celui des assurances sociales. La récente directive européenne en ce domaine n'a fait qu'entériner la spécificité de ce secteur.

Cette diversité de vues et de pratiques n'est pas qu'un sujet pour les régulateurs. Elle n'est pas sans incidence sur le fond et donc pour les acteurs concernés. Les différences de réglementation peuvent très concrètement empêcher la reconnaissance mutuelle et donc la libre exportation de certains produits de gestion, alors même que l'industrie cherche en permanence des voies de développement de nouvelles

stratégies internationales. La profession est donc le principal avocat d'une approche plus harmonisée et d'un cadre réglementaire plus cohérent au plan européen, voire mondial.

Le processus d'harmonisation des règles au niveau global

C'est l'objectif principal que s'est assignée l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO en anglais). L'OICV est une organisation internationale de droit privé, créée en 1983, dotée d'une charte et dont le secrétariat général est situé à Madrid depuis 2001. Elle réunit 174 membres dont 110 Commissions de valeurs mobilières ou régulateurs boursiers. Son processus décisionnel est organisé autour d'un Comité technique de 15 membres, dans lequel on retrouve le G8 et d'autres pays issus de l'OCDE, et d'un Comité des marchés émergents de 74 membres, qui travaillent sous l'égide d'un Comité exécutif.

L'OICV a pour objectifs :

- la coopération entre membres pour l'élaboration de standards élevés de régulation ;
- l'échange d'informations afin de promouvoir le développement de marchés efficients et solides ;
- l'établissement de méthodes de surveillance efficaces des transactions boursières internationales ;
- l'assistance mutuelle entre régulateurs dans le cadre de l'application des standards, du respect de l'intégrité des marchés et de la répression des délits de marché.

L'OICV fonctionne donc comme un centre pour l'élaboration de standards et pour la recherche et l'échange d'informations entre régulateurs.

L'OICV a établi depuis 1998 30 principes et objectifs de régulation financière et prévoit de développer un système de *benchmarking* pour que ses membres puissent évaluer leurs procédures et favoriser la cohérence de leurs actions au plan international. Sur cette nouvelle base, l'OICV a vu son influence croître régulièrement et significativement au cours des années récentes. La présence active au sein des comités exécutif et technique du régulateur américain et de représentants de pays à forte tradition de régulation financière, comme l'Australie ou le Canada, ont aussi été des facteurs puissants de légitimité et d'efficacité de cette institution.

Le cadre européen de régulation

La Commission européenne a également lancé un effort massif d'harmonisation dans le domaine financier depuis 5 ans. Cette action a été officialisée par le Conseil des chefs d'État et de gouvernement

lors du Sommet de Stockholm de 2000, qui avait entériné le rapport du Comité des sages présidé par Alexandre Lamfalussy. La Commission s'était alors fixé l'objectif ambitieux de mettre en place un cadre harmonisé de réglementation financière avant la fin 2005, dans le but de créer un vaste espace unifié de la finance et de l'épargne au niveau des 15 et maintenant des 25. Elle est en passe de relever le défi grâce à l'élaboration d'une nouvelle technique, particulièrement efficace, d'élaboration de textes, fondée sur le processus dit de « comitologie ». Ce système est basé sur l'idée que la législation européenne arrêtée par le Conseil et le Parlement fixe les grands principes de régulation, au niveau des directives dites de niveau I, et que les mesures d'application de ces principes (dites mesures de niveau II) soient systématiquement renvoyées à une procédure commune entre la Commission et les États-membres. L'originalité du processus Lamfalussy est que ces mesures reposent sur des avis élaborés par le collège des régulateurs financiers européens, qui servent de base aux prises de décision communautaires. Les régulateurs peuvent enfin produire des standards communs supplémentaires non contraignants, dits de niveau III, pour expliciter davantage les conditions d'exécution des textes de niveau supérieur.

En termes institutionnels, le rapprochement européen s'effectue donc essentiellement par une stratégie de mise en réseau des autorités de régulation, destinée à organiser la convergence des concepts et des règles. La démarche avait été engagée au niveau des régulateurs dès 1997, avec une association volontaire et spontanée au sein de FESCO, mais elle a été officialisée en 2001 lors de la création du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (Committee of European Securities Regulators ou CESR). L'objectif du CESR est triple :

- améliorer la coordination entre régulateurs des marchés de valeurs mobilières ;
- intervenir en tant que groupe consultatif chargé d'aider la Commission européenne pour la préparation des mesures d'application des directives prises dans le domaine des valeurs mobilières ;
- œuvrer en vue d'assurer une mise en œuvre plus cohérente et rapide de la législation communautaire dans les États-membres.

Suite au travail très conséquent de production de textes d'application des directives depuis 3 ans, le CESR a souhaité ouvrir une réflexion sur son propre avenir, postérieurement au processus d'harmonisation Lamfalussy. Comme l'a suggéré le président Prada lors d'une intervention publique récente, « le rôle du CESR gagnerait à se développer dans trois directions. D'abord, il apparaît souhaitable de renforcer la crédibilité des standards élaborés par le CESR qui ne sont pas obligatoires. Cela passe par une reconnaissance plus forte du CESR, qui n'est

aujourd'hui qu'un conseil de la Commission. La deuxième direction dans laquelle il faut avancer est une meilleure organisation de notre travail collectif de surveillance, qui reste encore trop bilatérale. Enfin, nous pourrions mettre en commun certaines données au sein du CESR ». Le CESR en tant qu'autorité commune de régulation financière n'en est donc encore qu'à son premier stade de développement.

LA RÉGULATION INTERNATIONALE DE LA GESTION D'ACTIFS : OBJECTIFS ET MOYENS

Le sujet de la gestion d'actifs, du fait de son importance stratégique pour l'industrie financière comme pour la protection de l'épargne, est devenu l'une des priorités de l'action d'harmonisation des régulateurs, aux plans global et européen.

Le comité spécialisé de l'OICV : le « SC5 »

Du fait de l'accroissement de la matière en termes à la fois quantitatifs et techniques, l'OICV a créé cinq comités permanents dans divers domaines spécialisés, dont celui de la gestion d'actifs. Ainsi le comité permanent n° 5 (Standing Committee n° 5 ou SC5) a la charge de couvrir la gestion d'actifs au sens large, c'est-à-dire à la fois les véhicules d'investissement collectifs du type *mutual funds*, fonds fermés ou SICAV, et la gestion individuelle sous mandat. Il a précisé dans son programme de travail en 2004 que son champ comprenait l'organisation, le fonctionnement, les règles de transparence et de commercialisation des fonds et de leurs opérateurs, que la gestion soit destinée à la clientèle individuelle ou aux investisseurs institutionnels.

Le comité a reçu pour objectif d'analyser périodiquement l'évolution des pratiques professionnelles et les besoins d'action de régulation qui en découlent, au plan stratégique. Il est, de ce fait, régulièrement amené à proposer des standards communs de régulation fondés sur les meilleures pratiques de ses membres. Ces standards reposent sur la série de principes suivants :

- favoriser un cadre harmonisé de prévention des conflits d'intérêts, de règles d'éligibilité et de conduite des opérateurs d'instruments de gestion collective ou individuelle ;
- assurer la cohérence des principes de régulation, quel que soit le véhicule ou le mode de gestion des actifs, de façon à éviter tout arbitrage artificiel entre réglementations de nature à contourner les principes de régulation et nuire *in fine* aux intérêts des porteurs ;
- établir des règles communes sur les caractéristiques et la structure juridique des produits de gestion, notamment en matière de protection, de ségrégation et de valorisation des actifs gérés ;



- contribuer au développement des meilleures conditions de transparence et de distribution des produits de gestion, de façon à, notamment, encadrer les conditions de mise en œuvre du principe d'adéquation des produits aux clients.

Le comité SC5 s'est donné pour tâche de garantir la qualité, l'intégrité et l'accessibilité de l'information pour les investisseurs finaux, grâce à une analyse périodique de la chaîne d'information en termes de vecteurs (prospectus, rapports annuels ou spécifiques...) comme d'acteurs (en charge de la diffusion, du contrôle ou de l'interprétation des documents). Il se penche aussi sur le sujet des règles de bonne conduite qui régissent les rapports entre les intermédiaires, les gestionnaires et leurs clients, ainsi que la transparence et l'intégrité des mécanismes de valorisation des actifs. Ses standards traitent enfin de la protection des intérêts des porteurs de parts, face à la question des conflits potentiels qui affectent les acteurs et toutes les relations entre gérants et clients, entre gestion pour compte propre et gestion pour compte de tiers, entre investisseurs et fournisseurs de conseils ou distributeurs de produits financiers.

La nouvelle directive européenne dans le domaine de la gestion collective

En Europe, la Directive de 1985 (85/611/CEE) avait été la première étape du processus d'harmonisation des législations européennes en matière de gestion collective et d'OPCVM. Elle instaurait déjà un régime d'agrément unique, mais qui restait soumis à chaque autorité nationale. Elle était devenue obsolète en raison de l'évolution et du développement du marché de la gestion d'actifs pour le compte de tiers et des techniques de gestion financière, si bien que le besoin de la moderniser s'était rapidement fait ressentir. La volonté d'intégration du marché dans le cadre du processus Lamfalussy a eu pour conséquence d'accélérer la rénovation de ce texte par la Commission européenne.

À l'issue de 12 ans de débats, la réforme de la Directive s'est concrétisée le 21 janvier 2002. Deux directives ont été adoptées en vue d'apporter des modifications assez fondamentales au régime précédent :

- la Directive 2001/107/CE traite essentiellement des sociétés de gestion et contient des dispositions relatives au prospectus simplifié qui permet une harmonisation des règles d'information des investisseurs. Elle porte aussi sur les conditions d'accès au métier de la gestion pour le compte de tiers, en instituant notamment un régime de « passeport européen » pour les sociétés de gestion, et permet l'élargissement des activités des sociétés de gestion ;
- la Directive 2001/108/CE contient les dispositions relatives aux



OPCVM eux-mêmes. Elle vise à définir plus précisément la composition de l'actif et les possibilités d'investissement pour les OPCVM coordonnés au plan européen et donc librement exportables d'un pays à l'autre de l'Union européenne.

Les nouveaux textes sont entrés en vigueur le 13 février 2004, même si, pour certaines dispositions, ils sont accompagnés d'un délai de transposition allant jusqu'à 2007. Ils auront pour principale conséquence de créer les conditions de création d'un marché unique tout en renforçant la confiance des investisseurs européens. Les nouvelles procédures de passeport automatique aboutissent, en effet, à la suppression des barrières administratives précédentes qui frappaient la libre circulation des produits.

Les initiatives récentes du CESR

Même si la gestion d'actifs ne fait pas officiellement partie intégrante du processus Lamfalussy, le CESR a été chargé de faciliter la mise en œuvre des nouvelles directives en mettant en place un processus d'harmonisation des règles d'exécution de ces textes. Pour ce faire, un groupe de travail a été créé en décembre 2003 par la conférence des présidents du CESR. Parmi ses objectifs principaux, il vise à :

- harmoniser les pratiques de régulation par l'élaboration de techniques communes de contrôle et le développement de standards dans les domaines du contrôle des risques, du traitement des situations de conflits d'intérêts, des frais ou des techniques de distribution, par la coopération entre équipes et la collecte centralisée de données ;
- fournir des éléments permettant une transposition harmonisée de la Directive OPCVM sur des sujets comme le rôle des dépositaires, l'externalisation et de la délégation des fonctions, l'utilisation des indices dans la gestion ou les conditions d'investissement dans les instruments du marché monétaire ;
- identifier les domaines qui, tout en ne faisant pas l'objet d'une harmonisation européenne, nécessiteraient vraisemblablement une approche commune des régulateurs (OPCVM non coordonnés, gestion alternative) ;
- permettre une mise en cohérence des dispositions de la Directive OPCVM avec celles contenues dans les autres directives européennes.

L'OICV et le CESR, outre leurs différences de périmètre géographique, ont, en fait, des approches différentes et complémentaires : le CESR a davantage vocation à exercer une fonction d'explicitation et d'interprétation harmonisée des directives, alors que les standards de l'OICV se situent à un niveau de règles et de principes plus généraux, plus proches en fait du niveau I des directives européennes. Le groupe CESR sur la gestion d'actifs a, d'ailleurs, indiqué d'emblée que les

standards de l'OICV seraient systématiquement considérés comme fondements pour ses futures propositions d'harmonisation des textes européens.

*LE POSITIONNEMENT DE LA FRANCE
ET LES PERSPECTIVES FUTURES DE RÉGULATION*

L'autorité de régulation française, du fait de sa position dans les différentes instances internationales et des enjeux pour son marché, souhaite impulser une dynamique forte d'harmonisation du cadre réglementaire mondial et européen de la gestion d'actifs.

Une implication forte de l'AMF

Le régulateur français est traditionnellement très actif au sein des instances de régulation internationale. Il est membre de l'OICV depuis son origine. Il a été à l'origine de l'initiative FESCO devenue depuis CESR. Le président de l'AMF est actuellement vice-président du comité technique de l'OICV, après en avoir assuré la présidence à plusieurs reprises. Enfin, dans le domaine plus précis de la gestion d'actifs, l'AMF, en la personne de l'auteur du présent article, préside le comité permanent de l'OICV en charge de ces questions, depuis fin 2003. L'AMF est également très active au sein du groupe CESR sur la gestion d'actifs.

Le métier de la gestion d'actifs est un sujet clé pour le régulateur français. Le marché français fait partie des principaux bassins d'épargne en Europe, du fait de sa profondeur et des flux très supérieurs à la moyenne européenne qui continuent à l'alimenter chaque année. L'AMF a une responsabilité particulière pour la protection des épargnants et, notamment, pour que l'ouverture du marché à la libre prestation de services en Europe s'opère dans des conditions qui ne nuisent pas aux intérêts des investisseurs, notamment individuels. La Place de Paris se caractérise aussi par une industrie de la gestion particulièrement dynamique et performante, supportée par des réseaux de commercialisation de grande envergure au sein des banques ou sociétés d'assurance française de taille mondiale. Ces acteurs doivent avoir les moyens, au plan réglementaire, de concevoir et d'exporter des produits au plan global, sans souffrir des contingences administratives inutiles qui ne sont souvent justifiées que par le souci de protection des acteurs locaux.

Grâce à son positionnement, le régulateur français a pu ainsi à de multiples reprises influencer les standards de régulation élaborés par les groupes de travail internationaux. En Europe la stratégie de l'AMF vise essentiellement à garantir une égalité de compétition ou un *level-playing*



field pour toutes les sociétés de gestion européennes, à lutter contre les distorsions de concurrence qui pourraient découler des divergences d'interprétation des directives OPCVM. Ces divergences ne permettraient pas, en effet, d'établir un marché unique des fonds en Europe où les investisseurs, les gestionnaires de fonds et les intermédiaires opèrent de la manière la plus efficace. Elles peuvent, en outre, générer des opportunités d'arbitrage réglementaire qui, en concourant à la baisse globale du niveau optimal de régulation, ne pourraient, à terme, qu'être défavorables aux investisseurs sur l'ensemble de la zone. C'est cette stratégie qui a poussé l'AMF à demander dès avril 2004 que soient traitées en priorité les dispositions transitoires pour la mise en œuvre des Directives 2001/107/CE (dite directive « Société de gestion ») et 2001/108/CE (dite directive « Produits »), tant il s'avérait que les régulateurs nationaux avaient pu développer des approches diverses à la fin de l'année 2003. C'est cette stratégie qui l'a aussi incitée à prendre fin 2004 la présidence du sous-groupe de travail consacré à la clarification des actifs éligibles, tant, là aussi, les divergences d'interprétation entre régulateurs pouvaient se multiplier.

De la même façon, au niveau de l'OICV, le rapport de novembre 2004 consacré aux frais et commissions dans les OPCVM, est un exemple d'intégration au plan international de certains points clés de notre régulation directement issus du groupe de travail que l'AMF avait mis en place en France sur le même sujet en 2002. Ce document de l'OICV est désormais un texte de référence pour le traitement des frais dans la gestion collective : mise en place d'un *Total Expense Ratio* (TER) qui retrace tous les frais des OPCVM, calcul de celui-ci de la façon la plus harmonisée possible, rétrocessions sur les transactions et dans les fonds de fonds... Le Comité de contact européen a, depuis, également recommandé la mise en place systématique du TER en Europe, preuve de la capacité du régulateur français à exporter certains éléments de son modèle de régulation, mais aussi des différentes enceintes internationales à échanger entre elles de manière fructueuse.

En sens inverse, du fait de la participation étroite de la France à tous les travaux menés, les recommandations et les exercices de définition conduits par le SC5 ont été une source d'inspiration constante pour le régulateur français. Ce fut notamment le cas en 2004 lors de la mise en place des dispositions applicables aux OPCVM indiciaires. Les travaux de l'AMF ont clairement pris appui sur les distinctions effectuées préalablement par le SC5. Les travaux menés actuellement par le SC5 sur les activités de *market timing/late trading* ou sur les règles anti-blanchiment constituent autant d'exemples d'initiatives prises par le SC5 et qui viendront alimenter très directement la régulation française.



Une nouvelle approche méthodologique

Face au nombre et à la complexité croissante des sujets à traiter, les régulateurs ont décidé de se doter des instruments nécessaires à une meilleure planification stratégique de leur action, à une concertation plus ouverte avec les parties prenantes dans le marché et à des processus de prise de décision rationalisés.

Ainsi, les membres du SC5 ont prévu de mettre en place, en relation avec la profession, un système de remontée d'informations statistiques sur le marché et l'industrie de la gestion, qui lui permette de bâtir une base de données globale des évolutions en cours dans ce métier. Cette base doit devenir l'un des fondements de la veille plus qualitative à laquelle le comité entend se livrer et surtout d'une méthodologie fondée sur une approche par la mesure des risques (*risk based approach*). Ce concept, en cours de mise en œuvre dans certains pays anglo-saxons, devrait permettre au groupe d'identifier de façon plus motivée les évolutions de marché et les risques qu'elles recèlent pour le marché ou la protection des épargnants, puis à fixer ses priorités d'action. Le SC5 a déjà effectué par le passé de nombreux travaux, mais il lui manquait vraisemblablement un outil plus rationnel et prospectif lui permettant d'asseoir - sur des bases méthodologiques solides - un programme de travail à moyen terme que le comité technique de l'OICV pourra ensuite valider de façon plus éclairée.

Les régulateurs considèrent en outre qu'il est opportun à l'avenir d'éviter la préconisation de nouvelles solutions réglementaires, sans avoir préalablement évalué leurs incidences pratiques en termes d'impact, tant pour les épargnants que pour la profession. Cette approche sous forme d'analyse coûts bénéfices a été popularisée dans le domaine financier par le régulateur britannique, la FSA, et vient d'être imposée au régulateur américain par le Congrès pour toute nouvelle initiative réglementaire. Ce processus, certainement difficile dans sa mise en œuvre concrète, est néanmoins une garantie que le régulateur se préoccupe des conséquences de ses prises de décision et y intègre notamment le paramètre de la compétitivité de l'industrie. Le SC5 s'appliquera à mettre en œuvre cette démarche dès que possible pour ses propres initiatives.

Enfin, de manière à assurer une concertation régulière avec les professions concernées, l'OICV comme le CESR ont mis en place une politique systématique de publication de leurs propositions et de consultation publique active avec les associations professionnelles des investisseurs comme de la gestion. Ainsi, lors du démarrage même des travaux, tout mandat reçu par les groupes de régulateurs devra être immédiatement rendu public. Dès la production d'un document de propositions préliminaires, une consultation écrite sera lancée et



éventuellement accompagnée de séminaires de présentation. Le CESR a également mis en place des panels consultatifs spécialisés dans un domaine donné et constitués d'experts issus des acteurs du marché financier. Le SC5 entretient de son côté des relations régulières avec les associations représentatives du métier de la gestion au plan mondial, l'IIFA, ou européen, la FEFSI. Le lien avec les acteurs de marché à l'occasion des travaux d'harmonisation constitue, en effet, une condition indispensable à la réussite des réformes envisagées par le régulateur. Elle a pour principal avantage de faire bénéficier les régulateurs des expériences et des vues concrètes des professionnels et constitue un facteur « d'intériorisation » de la norme chez les entités régulées.

Le programme de travail des régulateurs à court et moyen terme

Les directions sur lesquelles le comité SC5 de l'OICV a décidé de fixer son attention sont au nombre de trois :

- la *gouvernance des fonds*, sur laquelle les régulateurs souhaitent se pencher après avoir traité la question de la gouvernance dans les sociétés cotées. Les Américains ont lancé le débat en s'interrogeant sur la composition des *boards* de leurs fonds et la nécessité ou non d'exiger la présence d'administrateurs indépendants pour représenter les porteurs. Certaines juridictions, comme l'Australie ou le Canada, ont imaginé des solutions innovantes en ce domaine, de façon à assurer un contrepois institutionnel et un contrôle plus régulier du gestionnaire par les investisseurs. La France a développé certaines expériences, notamment dans le domaine de l'épargne salariale. Le SC5 s'est fixé pour objectif d'établir des principes communs, illustrés des meilleures pratiques recensées en la matière, qui puissent inspirer les différentes juridictions quelles que soient les structures juridiques en place. Cette contribution pourra constituer une étape utile en anticipation des discussions à venir en Europe sur ce sujet ;

- les *règles de commercialisation des produits d'épargne*, qui sont au moins aussi importantes que celles relatives aux produits ou aux acteurs de la gestion. Les problèmes de *misselling* ou de prestation de conseil inadaptée au besoin et au profil des clients de la part des vendeurs, en Grande-Bretagne comme en Europe Continentale, ont montré les risques pour les porteurs de ne pas bénéficier de règles claires en ce domaine. Seront ainsi analysées les questions relatives à la structure et à la transparence des coûts de distribution des produits financiers et ses implications sur la qualité du conseil fourni à l'investisseur, ainsi que la problématique de la prévention des conflits d'intérêts, notamment autour du thème plus précis des *soft commissions* entre gestionnaires et intermédiaires ;

- la *complexité croissante des structures et l'information des porteurs*. Ce sujet soulève la question particulière des fonds de gestion alternative



vendus au grand public, mais il fait également référence à un phénomène plus général. Les fonds ou les produits structurés largement distribués auprès des ménages ont vu leur sophistication s'accroître régulièrement au cours des années, en termes de stratégie d'investissement comme de types d'instruments de gestion utilisés (produits dérivés, effet de levier, instruments synthétiques d'exposition au crédit, ...). Il conduit donc à la question du degré de compréhension des porteurs en matière de caractéristiques et de risques des produits dans lesquels ils investissent, ainsi que des moyens pédagogiques pour assurer leur formation et la rationalité de leurs choix.

De son côté, le groupe de travail CESR consacré à la gestion d'actifs a commencé ses travaux sous la présidence de l'Italie en avril 2004. Dès juin 2004, il a validé un plan de travail prévisionnel jusqu'à 2006. Il a, d'ores et déjà, mené à bien son premier objectif qui était d'articuler de manière homogène des dispositions transitoires pour l'entrée en vigueur des directives consacrées aux produits et aux sociétés de gestion. Il s'attache à présent à la clarification des définitions sur les actifs éligibles, travaux pour lesquels l'un des sous-groupes est présidé par l'Autorité des marchés financiers. En 2005, le groupe de travail a prévu d'œuvrer à la simplification des procédures d'agrément des OPCVM, aux règles de bonne conduite, au sujet de la sous-traitance et à une approche commune des fonds non coordonnés. L'agenda 2006 sera consacré à la mise en cohérence des textes concernant la gestion avec les directives relatives aux Marchés d'instruments financiers, commerce à distance et e-commerce, ainsi qu'à la convergence des systèmes de supervision entre régulateurs européens.

La régulation internationale a, d'ores et déjà, franchi des caps essentiels dans le domaine de la gestion d'actifs, grâce à un effort important au plan mondial, puis européen pour favoriser l'harmonisation des règles et des moyens d'action des différentes autorités compétentes. La légitimité de l'action de l'OICV et du CESR n'est donc plus à démontrer, y compris pour les acteurs eux-mêmes qui plaident depuis longtemps pour un *corpus* efficace de règles communes dans leur métier.

Au-delà des textes et des principes, la régulation consiste pour beaucoup en un travail quotidien d'interprétation et d'élaboration de doctrine à l'occasion de la prise d'une multitude de décisions individuelles. Cette approche pragmatique qui a le mérite d'adapter l'intervention publique aux caractéristiques propres de chaque marché, est également de nature à maintenir des forces divergentes au plan national, et donc des barrières à la libre circulation des produits et des flux d'épargne. La prochaine étape sera donc pour les régulateurs de



mettre en œuvre des procédures convergentes de nature à harmoniser la partie opérationnelle du travail des régulateurs. Les solutions peuvent passer par le rapprochement entre équipes, des échanges de personnel ou la constitution de missions communes, voire l'engagement dans des comparaisons systématiques par le biais de *peer reviews* entre régulateurs. Peut-être la création d'une institution de formation à vocation internationale, comme une École européenne de la régulation financière, serait-elle également de nature à fédérer une nouvelle génération de cadres autour de concepts et de méthodes communs. Ce type d'instrument à proximité du CESR, dont le siège est à Paris, serait sans doute un atout considérable pour le développement futur de cette institution.

L'objectif des régulateurs comme de l'industrie de la gestion doit être au final de construire un système crédible qui réduise les possibilités d'arbitrage réglementaire et garantisse la protection des épargnants au plan global, tout en étant suffisamment efficace pour donner aux acteurs les moyens d'innover et de se développer, dans le cadre d'une compétition loyale. Tels sont les enjeux des discussions internationales à venir entre les investisseurs, les professionnels de la gestion et les régulateurs au cours des prochaines années.