

Faculté de droit et de criminologie

**L'Europe des fonds d'investissement
sens dessus dessous, le praticien du
droit face aux difficultés liées à la
multiplicité des droits applicables à la
distribution des OPCVM et FIA**

Auteur : Aubéri Longrée
Promoteur(s) : Denis Philippe
Année académique 2018-2019
Master en droit à finalité spécialisée droit de l'entreprise

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <https://uclouvain.be/fr/etudier/plagiat>

Remerciements

Ce mémoire représente la conclusion de mon cursus universitaire; je tiens à cette occasion à remercier certaines personnes sans qui ce travail n'aurait pu aboutir sous sa forme présente. Merci à mon promoteur, Monsieur Philippe, pour ses conseils et sa disponibilité.

Merci à Christophe Saint-Mard et à Aurélie Lefrançois pour leurs précieux conseils en matière de fonds d'investissement et pour avoir répondu à certaines interrogations en dehors des sentiers battus.

Enfin, un grand merci à mes parents et surtout à ma mère, qui m'ont épaulé lors de la mise en chantier de ce mémoire et durant mes études.

Table des matières

Table des matières.....	5
Introduction.....	8
Partie I : Le monde des fonds d'investissement.....	11
Chapitre 1 : Les fonds d'investissement en chiffres	11
Chapitre 2 : Définition et utilité d'un fonds d'investissement.....	12
Chapitre 3 : Structure et fonctionnement d'un fonds d'investissement	13
Section 1 : Structure et modèle juridique de base d'un fonds d'investissement.....	13
Section 2 : Les entités impliquées lors de la constitution et la vie d'un fonds d'investissement.....	14
§1. Le fonds d'investissement	14
§2. La société en charge de la gestion.....	17
§3. La banque dépositaire	18
§4. Le distributeur.....	19
Chapitre 4 : Classification réglementaire européenne des fonds d'investissements et de leur éventuelle société de gestion	20
Section 1 : Les fonds labellisés « OPCVM » et leur éventuelle société de gestion.....	21
Section 2 : Les fonds labellisés « FIA » et leur éventuelle société de gestion	23
Partie II : Le passeport européen de distribution des OPCVM et des FIA.....	27
Chapitre 1 : Les procédures de notification	29
Section 1 : La procédure de notification applicable aux OPCVM européens qui commercialisent leurs parts dans des Etats membres autres que ceux où ils sont établis	29
Section 2 : La procédure de notification applicable aux gestionnaires d'AIF européens qui commercialisent les parts d'AIF européens qu'ils gèrent dans des Etats membres autres que ceux où ces AIF européens sont établis	32
Chapitre 2 : La délégation de la fonction de distribution sous les directives OCPVM et AIFM.....	35
Chapitre 3 : Etendue et limites du passeport européen – réglementation européenne vs exigences locales en matière de distribution.....	38
Chapitre 4 : La commercialisation, la pré-commercialisation et la sollicitation passive	45
Section 1 : La commercialisation	45

Section 2 : La pré-commercialisation	47
§1. Le régime actuel (applicable jusqu'au 2 août 2021)	47
§2. La nouvelle réglementation européenne (applicable à partir du 2 août 2021)	48
Section 3 : La sollicitation passive.....	51
Partie III : Les règles de publicités des OPCVM et des FIA	52
Partie IV : La supervision de la fonction de distribution	54
Partie V : La responsabilité civile du distributeur.....	57
Conclusion.....	65
Bibliographie	68

Introduction

Les réglementations européennes qui mettent en place des passeports financiers ont pour objectif de permettre aux produits et services financiers proposés par des entreprises domiciliées en Europe d'être distribués facilement dans l'Espace économique européen¹.

Avant l'introduction de ces passeports financiers, les entreprises, pour avoir des activités transfrontalières, devaient s'adresser, sans aucune garantie de succès, à chaque État membre pour obtenir des autorisations et se plier à de lourdes procédures administratives. A l'heure actuelle, ces passeports financiers européens permettent, dans leur conception, aux entreprises qui peuvent en bénéficier, de commercialiser rapidement et facilement ses produits ou services financiers dans l'Union européenne tout en n'étant régulée que par sa seule autorité nationale de supervision financière².

L'un des premiers passeports financiers européens a été prévu dans la directive 85/611/CEE de 1985³ pour certains fonds d'investissement. A l'heure actuelle, 18 passeports financiers européens qui concernent les fonds d'investissement ont été répertoriés. Ils sont régis par quatre grandes réglementations : (i) la réglementation « MiFID »⁴ qui concerne les marchés d'instruments financiers, contient des règles applicables aux entreprises d'investissement, aux opérateurs de marché, aux prestataires de services de communication de données et aux entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement au moyen de l'établissement d'une succursale dans l'Union européenne et qui prévoit un régime de passeport pour l'Union européenne ainsi que pour les entités des pays tiers ; (ii) la réglementation « OPCVM »⁵ qui concerne les organismes de placement en

¹ Voir sur ce sujet, R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, Bruxelles, Bruylant, 2012, pp. 101-104. *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., pp. 9-19 ; O. PORTENSEIGNE, « The impact of the wave of regulations sweeping across the global cross-border fund distribution model », *Luxembourg Fund Review*, n°22, Bruxelles, IFE, 2012.

³ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (*J.O.U.E.*, L. 375, du 31 décembre 1985, pp. 3 et suivantes).

⁴ Principalement, le Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (*J.O.U.E.*, L. 173, du 12 juin 2014, pp. 84 et suivantes) et la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instrument financiers (*J.O.U.E.*, L. 173, du 12 juin 2014, pp. 349 et suivantes) modifiée par la directive 2016/1034/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juin 2016 ; ci-après dénommée « directive MiFID II ».

⁵ Principalement, 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 (*J.O.U.E.*, L. 302, du 17 novembre 2009, pp. 32 et suivantes), dite

valeurs mobilières et prévoit un régime de passeport pour les sociétés de gestion et les fonds d'investissement européens qui répondent à la définition d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ; (iii) la réglementation « AIFM »⁶ qui concerne les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et prévoit plusieurs passeports pour les sociétés de gestion et les fonds d'investissement qui répondent à la définition de fonds d'investissement alternatifs qu'elles gèrent et (iv) la réglementation Prospectus⁷ qui concerne le dossier à faire autoriser et publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur les marchés européens et prévoit différents passeports pour les entités européennes ou de pays tiers.

Le présent travail décrit et analyse les régimes de passeports de distribution prévus dans la réglementation OPCVM et la réglementation AIFM, plus précisément les passeports de distribution transfrontalière au bénéfice des fonds d'investissements européens qui souhaitent être commercialisés en Europe.

Aborder la matière de la distribution des fonds d'investissement en Europe peut paraître inutile ou vain. On peut, en effet, avoir l'impression qu'il y a peu à dire à ce sujet ou que le peu qu'il y aurait à dire a déjà été dit.

Les législations européennes sont mises en œuvre, en effet, depuis des années avec, certes, des fluidités différentes d'un pays à l'autre, mais elles sont effectivement bien ancrées dans le paysage communautaire.

« directive OPCVM IV », modifiée par la directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, dite « directive OPCVM V » (*J.O.U.E.*, L. 257, du 28 août 2014, pp. 186 et suivantes) ; ci-après dénommée « directive OPCVM ».

⁶ Principalement, la 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 n° 1060/2009/CE et n° 1095/2010/UE (*J.O.U.E.*, L. 174, du 1er juillet 2011, pp. 1 et suivantes) ; ci-après dénommée « directive AIFM ».

⁷ Principalement, le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 (*J.O.U.E.*, L. 168, du 30 juin 2017, pp. 12 et suivantes) et la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE 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 et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (*J.O.U.E.*, L. 327, du 11 décembre 2010, pp. 1 et suivantes).

Les passeports sont également bien établis pour les OPCVM comme pour les FIA. Ils fonctionnent et de nombreux promoteurs de fonds y ont accès. Dans le paysage européen des fonds d'investissement, le Luxembourg et l'Irlande mènent la danse avec une part de marché prépondérante dans les fonds distribués dans plusieurs pays⁸.

Le monde des fonds d'investissement pourrait ainsi sembler ronronner paisiblement, dans un monde où les questions et problèmes juridiques seraient rares.

Mais faut-il, au prétexte que le domaine des fonds d'investissement semble normé et répétitif, s'empêcher de lui réserver une analyse juridique rigoureuse ? Faut-il, sous prétexte que la documentation de ces structures paraît standard, ne pas réserver au domaine la curiosité académique que tout sujet de droit mérite ?

Nous ne le croyons pas. Toutes matières méritent attention et surtout celles qui sont, la plupart du temps, traitées sommairement. Et souvent, lorsque l'on y prête attention, des questions épineuses apparaissent qui s'avèrent non traitées par la pratique et sur lesquelles il convient d'écrire.

Bien entendu, il faut les mériter. Avant d'aborder ces questions, il a été nécessaire de les situer dans le contexte juridique aride des fonds d'investissement et de décrire, avec discipline l'état du droit européen, sa pertinence et son efficacité ainsi que les endroits laissés vacants par lui. Ainsi, on dessine « l'écrin pour de petits bijoux » que l'on aime découvrir et dont on se plaît à débattre.

Ces bijoux, de différentes espèces, c'est d'abord, au fil des pages, la présentation en primeur des nouveautés introduites à l'occasion de la publication, le 12 juillet 2019, de deux nouvelles réglementations européennes⁹.

⁸ PWC, Poster, Global Fund Distribution 2019.

⁹ Règlement 2019/1156 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 visant à faciliter la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif et modifiant les règlements (UE) n° 345/2013, (UE) n° 346/2013 et (UE) n° 1286/2014, *J.O.U.E.*, L. 188, du 12 juillet 2019, pp. 55 et suivantes, ci-après dénommé « le nouveau règlement » ; et la directive 2019/1160 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 modifiant la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif, *J.O.U.E.*, L. 188, du 12 juillet 2019, pp. 106 et suivantes, ci-après dénommée « la nouvelle directive » ; ci-après dénommés ensemble « la nouvelle réglementation européenne ».

C'est ensuite, l'analyse de l'articulation des dispositions européennes et des dispositions nationales applicables à la distribution des fonds d'investissement en Europe.

Et c'est enfin, l'examen de la responsabilité du distributeur, indissociable de la responsabilité du gestionnaire du fonds d'investissement.

Partie I : Le monde des fonds d'investissement

Chapitre 1 : Les fonds d'investissement en chiffres

Depuis le milieu du 20^{ème} siècle, l'industrie mondiale des fonds d'investissement a pris énormément d'ampleur et connaît une croissance exceptionnelle, représentant un montant d'actifs très importants¹⁰.

Selon les chiffres de l'EFAMA¹¹ (European Fund and Asset Management Association) du premier trimestre de 2019, les actifs nets des fonds d'investissement, au niveau mondial, représentent plus de 48 000 milliards d'euros qui se répartissent à hauteur de 47 % pour les fonds d'investissement domiciliés aux Etats-Unis, 32,8 % pour ceux domiciliés en Europe et 20,2 % pour ceux domiciliés dans le reste du monde.

Nul ne remet en question le rôle primordial qu'ont joué les passeports financiers dans la croissance des actifs européens sous gestion. Il est à noter qu'en 2019, les cinq domiciles favoris des fonds d'investissement en Union européenne étaient le Grand-Duché de Luxembourg pour 9,1 % de ces actifs, l'Irlande pour 5,5 % des actifs, l'Allemagne pour 4,5 % des actifs, la France pour 3,9 % des actifs et le Royaume Uni pour 3,4 % des actifs¹².

¹⁰ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, 3ème édition, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 28-30 ; M. VAN DE PUTTE, J.-A. BOON, *Les organismes de placement collectif en Belgique*, Bruxelles, Bruylant, 1994, pp 7-11 ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., 2019, p. 21.

¹¹ EFAMA, European Quaterly Statistical Release, 1Q 2019 (<https://www.efama.org>, consulté le 15 juin 2019).

¹² EFAMA, European Quaterly Statistical Release, 1Q 2019 (<https://www.efama.org>, consulté le 15 juin 2019); R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 22.

Le Grand-Duché de Luxembourg est également *leader*, sur le plan de la distribution transfrontalière de fonds d'investissement, avec 61 % de ses fonds distribués dans au moins 3 pays¹³.

Chapitre 2 : Définition et utilité d'un fonds d'investissement

On peut définir un fonds d'investissement comme un véhicule qui permet à un nombre d'investisseurs distincts et sans lien entre eux, ou à un groupe d'individus ou de sociétés, de réaliser ensemble des investissements en les remettant à une gestion collective. Le regroupement de leurs capitaux leur permet de partager les coûts et de bénéficier des avantages qui découlent du placement de sommes plus importantes, notamment de la possibilité d'une diversification accrue entre différents actifs et donc de la répartition des risques. Il existe de multiples façons de constituer et de gérer un fonds d'investissement, qui dépendent autant des attentes, besoins et contraintes des investisseurs, que ceux des entités qui les mettent en place et en assument l'activité¹⁴.

Comme il ressort de cette définition, les investisseurs souhaitent recourir à cette forme de placement pour plusieurs raisons.

D'abord, le recours à un fonds d'investissement leur permet de profiter d'une réduction des frais des transactions. En effet, le nombre considérable des transactions (en valeurs mobilières ou autre forme d'actifs) du fonds d'investissement permet d'appliquer un tarif des frais plus avantageux que celui des transactions émanant de privés et certains frais forfaitaires peuvent être répartis sur des avoirs beaucoup plus importants que dans le cas d'un portefeuille de privés.

Ensuite, la gestion d'un fonds d'investissement permet de recourir à des professionnels qui ont l'expérience, les connaissances et les informations nécessaires à une gestion de qualité.

Un fonds d'investissement permet aussi à un investisseur de diversifier son investissement, ce qui limite son risque. Une même diversification (par exemple, répartition des avoirs sur

¹³ PWC, Global Fund Distribution Poster, 2019.

¹⁴ ALFI, "Caractéristiques d'un fonds d'investissement", <http://www.alfi.lu> (consulté le 14 juillet 2019).

plusieurs catégories de biens ou répartition géographique au sein d'une même catégorie de biens) dans le cadre d'une gestion individuelle serait trop coûteuse et impossible à appliquer.

En outre, certains marchés ne sont pas accessibles à l'investisseur privé. Ce dernier ne pourra investir dans des marchés que par l'intermédiaire d'un fonds d'investissement.

Enfin, l'investisseur d'un fonds d'investissement ne doit plus se préoccuper du suivi administratif de son portefeuille car les gestionnaires du fonds s'en occupent pour lui et l'informent au travers de rapports publiés par le fonds d'investissement, de l'état de son portefeuille, et au travers des documents constitutifs du fonds, de la politique d'investissement¹⁵.

Chapitre 3 : Structure et fonctionnement d'un fonds d'investissement

Le présent chapitre a pour objet d'étudier la structure d'un fonds d'investissement, son modèle juridique de base ainsi que les acteurs et les différentes catégories d'investisseurs impliqués dans la vie d'un fonds d'investissement. Cette étape préalable à l'analyse des passeports de distribution prévus dans les réglementations OPCVM et AIFM est nécessaire pour appréhender au mieux le sujet de la distribution des fonds d'investissement.

Pour illustrer nos propos, si besoin est, nous avons choisi de proposer une analyse plus détaillée de la législation luxembourgeoise. En effet, cela nous semble pertinent dans la mesure où, comme le montrent les chiffres de l'EFAMA cités ci-avant, le Grand-Duché de Luxembourg est le premier pays au niveau européen dans le domaine des fonds d'investissement et celui qui propose une réglementation complète et structurée en la matière.

Section 1 : Structure et modèle juridique de base d'un fonds d'investissement

Un fonds d'investissement est une entité légale publique ou privée. Il est doté ou non de la personnalité morale. Il peut être constitué pour une durée déterminée ou avoir une durée qui

¹⁵ M. VAN DE PUTTE, J.-A. BOON, *Les organismes de placement collectif en Belgique*, Bruxelles, Bruylant, 1994, pp. 14-15 ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, *op.cit.*, pp. 23-25.

n'est pas être limitée dans le temps. Il est souvent spécialisé dans un domaine précis (par exemple, il investit principalement dans des immeubles, des dettes, des infrastructures, etc.). Il peut appartenir à des banques, des organismes de financement ou des personnes physiques¹⁶.

En théorie, le montage juridique classique d'un fonds d'investissement implique principalement quatre entités : le fonds d'investissement lui-même (créé avec un capital de départ), une société en charge de la gestion du capital du fonds d'investissement, une banque dépositaire, chargée de conserver ce capital de base et une entité (distincte ou non de la société en charge de la gestion) chargée de commercialiser les parts du fonds d'investissement à des investisseurs¹⁷.

En pratique, ce montage présente des variables selon les règles nationales du pays dans lequel le fonds est domicilié et les objectifs de l'initiateur du fonds d'investissement.

Il est à noter que l'initiateur d'un fonds d'investissement (aussi appelé promoteur ou sponsor) n'est visé par aucun texte de loi. Historiquement, cette notion est issue de la pratique administrative de certains pays de l'Union européenne, notamment le Grand-Duché de Luxembourg, qui exigeait que l'initiateur de tout fonds d'investissement remplisse certaines conditions imposées et vérifiées par l'autorité nationale de surveillance des marchés financiers. L'initiateur se devait d'être une personne/une entité qui avait une certaine réputation et une certaine expérience. A l'heure actuelle, la législation européenne ne contient aucune exigence quant à l'existence d'un promoteur pour les fonds d'investissement et ne définit pas le rôle de ce dernier. Toutes exigences nationales relatives au promoteur dans les états membres seraient contraires au droit européen¹⁸.

Section 2 : Les entités impliquées lors de la constitution et la vie d'un fonds d'investissement

§1. Le fonds d'investissement

¹⁶ R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 22.

¹⁷ R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 22.

¹⁸ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 299.

Lors de sa constitution, un fonds d'investissement peut revêtir la forme statutaire d'une société d'investissement ou la forme contractuelle d'un fonds commun de placement¹⁹.

La société d'investissement a une personnalité juridique propre, distincte de celles des investisseurs²⁰. En principe, à moins qu'une législation nationale relative à un type de fonds d'investissement déterminé n'en décide autrement, elle est soumise au droit commun national des sociétés commerciales. Les investisseurs dans ce type de véhicule d'investissement sont les actionnaires. La société d'investissement émet des titres représentatifs de son capital (actions/parts sociales). Elle peut gérer elle-même son capital et son administration ou en confier la gestion à une société de gestion, dont question ci-après²¹.

Une société d'investissement peut être à capital variable ou à capital fixe.

Une société d'investissement à capital variable (SICAV) est une société dite "ouverte" : le capital (nombre d'actions/de parts sociales) s'adapte en fonction de la demande. Il varie selon les souscriptions et les rachats de titres de la société possibles à tout moment selon la fréquence prévue par ses documents constitutifs ou encore selon l'évaluation des avoirs de la société. Les titres représentatifs du capital d'une SICAV n'ont, en conséquence, pas de valeur nominale mais un pair comptable égal au capital de la société, divisé par le nombre de parts en circulation.

Une société d'investissement à capital fixe (SICAF), est une société dite "fermée" : cette société détient des actifs peu liquides ce qui implique que l'achat ou la vente de titres de la société n'est possible que pendant une période de souscription limitée dans le temps. Le capital de la société est égal au montant des apports des associés et n'est pas susceptible de varier sauf si l'assemblée générale le décide²².

¹⁹ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 88-102; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., pp. 23-24.

²⁰ A l'exception de l'existence, dans certains droits nationaux, de société sans personnalité juridique. Ainsi, en droit luxembourgeois, la société en commandite spéciale créée au Luxembourg par la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (*Mémorial*, A119, 15 juillet 2013, pp. 1856 et suivantes) n'a pas de personnalité juridique.

²¹ R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 24.

²² C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 95-102 ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., pp. 23-24.

La forme de société que peut revêtir une société d'investissement à capital variable ou à capital fixe est réglée par les lois nationales sur les fonds d'investissement (société anonyme, société en commandite, etc.).

Comme indiqué, le fonds d'investissement peut également revêtir la forme d'un fonds commun de placement (FCP). Le FCP n'a pas de personnalité juridique, il est créé sur une base contractuelle et son fonctionnement repose sur plusieurs contrats.

Il permet la mise en commun des liquidités à investir et peut être défini comme : « *toute masse indivise de valeurs composée et gérée selon le principe de la répartition des risques pour le compte de propriétaires indivis qui ne sont engagés que jusqu'à concurrence de leur mise et dont les droits sont représentés par des parts destinées au placement dans le public par une offre publique ou privée ou réservées à un ou plusieurs investisseurs avertis* »²³.

Il est essentiel de désigner une société en charge de la gestion du FCP puisque le FCP est dépourvu de la personnalité juridique. Seule la société de gestion a la personnalité juridique et constitue l'organe représentant le fonds vis-à-vis des tiers. Le FCP n'a pas de statuts mais bien un règlement de gestion prévoyant les informations indispensables à son fonctionnement.

En tant qu'indivision, le FCP fait l'objet d'un droit de propriété collectif. Chaque investisseur détient une quote-part du fonds, au prorata des titres possédés. Si un nouvel investisseur souhaite placer de l'argent dans le fonds, il a lieu de procéder à l'émission de nouveaux titres. L'indivision, dans l'hypothèse du FCP, est un état voulu et destiné à durer. Elle opère, ici, un transfert légal de la gestion des actifs indivis des porteurs de parts à la société de gestion et un cloisonnement entre le patrimoine collectif qu'est le FCP et le patrimoine individuel de chaque participant²⁴.

On parle de fonds à compartiments multiples quand un fonds d'investissement scinde son patrimoine en plusieurs compartiments distincts et cloisonnés les uns par rapport aux autres,

²³ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p.88 ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p.23.

²⁴ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 90-94 ; ERNST& YOUNG, *Investment Funds in Luxembourg, a technical guide*, Septembre 2017, p. 17 ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 23.

tout en faisant partie d'une entité juridique unique. Chaque compartiment peut avoir des caractéristiques propres comme, par exemple, avoir des stratégies d'investissement différentes, ou chaque compartiment peut être géré par des gestionnaires différents ou s'adresser à différents types d'investisseurs. L'investisseur peut alors choisir le compartiment dans lequel il souhaite investir et le partage des résultats des investissements s'effectue au niveau de chaque compartiment²⁵.

En ce qui concerne la gestion, comme déjà évoqué ci-avant, un fonds d'investissement, constitué sous la forme d'un FCP, est obligatoirement géré, de manière externe, par une entité de gestion externe puisqu'il est dépourvu de la personnalité juridique.

Par contre, un fonds d'investissement créé sous la forme d'une société d'investissement peut être autogéré, c'est-à-dire qu'il peut être géré par son propre organe de gestion (par exemple, le conseil d'administration dans l'hypothèse d'une société anonyme) ou être géré de manière externe, c'est-à-dire par une autre entité de gestion qu'il aura désignée²⁶.

§2. La société en charge de la gestion

La société en charge de la gestion (ci-après dénommée, la société de gestion ou le gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (GFIA) dans l'hypothèse des fonds d'investissement alternatifs dont question ci-après) est, comme son nom l'indique, une société qui gère un fonds d'investissement.

La gestion d'un fonds d'investissement a deux facettes. Une facette juridique, qui est relative à la collecte des capitaux et une facette économique, qui a trait à la gestion des capitaux collectés. Dans les deux cas, les personnes en charge se doivent d'être des professionnels compétents dédiés à la gestion et l'administration d'un capital. Ils doivent être, en principe, agréés par une autorité de marché²⁷.

²⁵ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 103-109 ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 24.

²⁶ ERNST& YOUNG, *Investment Funds in Luxembourg, a technical guide*, Septembre 2017, pp. 130-131 et pp. 150-151 ; C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 403 et suivantes ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., pp. 24-25.

²⁷ R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., pp. 22-33.

Concrètement, la gestion d'un fonds d'investissement inclut, en principe, la gestion de portefeuille, la gestion des risques, l'administration du fonds et la distribution des titres du fonds d'investissement²⁸. Toutefois, ces fonctions peuvent, et le sont très souvent, être déléguées à un gestionnaire de portefeuille, à un agent d'administration centrale, et à un distributeur.

Nous reviendrons évidemment plus amplement sur la fonction de distribution et sa possible délégation par la suite.

§3. La banque dépositaire

Le fonds d'investissement peut être obligé par la législation européenne ou locale de confier la surveillance et la conservation de ses actifs à une banque dépositaire²⁹.

Depuis l'affaire *Madoff* et la faillite de la banque *Lehman Brothers*, la fonction de la banque dépositaire fait l'objet de beaucoup d'attention. À côté de la société de gestion ou du GFIA, la banque dépositaire est un personnage-clé de la réglementation européenne. Son rôle a largement évolué et ses fonctions sont devenues nombreuses et complexes.

En bref, avec pour objectif de protéger les investisseurs, la banque dépositaire est chargée de garder les actifs du fonds d'investissement et de contrôler ses activités. Elle doit également surveiller les activités de la société de gestion ou du GFIA et des autres personnes impliquées dans le fonctionnement du fonds et doit informer les autorités de surveillance si elle détecte des anomalies³⁰.

²⁸ Voir à ce sujet l'annexe II de la directive OPCVM et l'annexe I de la directive AIFM, dont question aux notes 36 et 37 ci-après.

²⁹ ERNST & YOUNG, *Investment Funds in Luxembourg, a technical guide*, Septembre 2017, p. 18 et pp. 305 et suivantes ; C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 548 et suivantes ; R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 23.

³⁰ Le sujet du dépositaire de fonds d'investissement est extrêmement vaste et nous renvoyons à ce sujet, pour plus de précisions, à F. LIFRANGE, M. MENGAL, « Nouveaux régimes de responsabilité réglementaire du dépositaire d'OPC luxembourgeois : réalités (AIFMD) et perspectives (UCITS V) » in *Droit bancaire et financier au Luxembourg 2014 – Volume 5*, Bruxelles, Éditions Larcier, 2014, pp. 2713 et suivantes ; K. DECKERT, A. SOTIROPOULOU, "La responsabilité du dépositaire en droit de l'Union européenne", *Revue internationale des services financiers*, 2014/1, pp. 41 et suivantes ; G. SCHNEIDER, Y. LACROIX, « Les missions du dépositaire d'organismes de placement collectif » in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*

§4. Le distributeur

Le distributeur d'un fonds d'investissement est la personne qui assure la commercialisation des titres du fonds d'investissement. Plus précisément, il recueille et exécute les ordres de souscription et de rachat relatifs aux parts du fonds d'investissement³¹.

Plusieurs schémas de distribution sont envisageables.

Dans une première hypothèse, le distributeur agit en tant qu'intermédiaire. Il n'intervient que pour les souscriptions de parts et les rachats.

Il peut aussi agir en tant que *nominee*. Il se charge alors de toute la 'vie sociale' du fonds d'investissement, c'est-à-dire de toutes ses relations avec les investisseurs qui acquièrent des titres du fonds. S'il est *nominee*, le distributeur accepte d'apparaître comme un actionnaire du fonds d'investissement dans lequel ses clients ont des titres. Les clients peuvent donc rester inconnus du fonds d'investissement qui ne leur transmet pas de documentation (le cas échéant, c'est le *nominee* qui transmet les informations pertinentes à ses clients dont il a connaissance en tant qu'actionnaire du fonds)³².

Dans une dernière hypothèse, le distributeur peut être qualifié de teneur de marché. C'est le cas lorsqu'il achète lui-même des titres du fonds d'investissement pour ensuite les revendre à ses clients. Il n'est pas, dans ce cas, un intermédiaire. En effet, il revend aux investisseurs des titres du fonds d'investissement qu'il a acheté pour son propre compte et à ses risques. Le distributeur, teneur de marché, peut aussi acheter des parts auprès des investisseurs du fonds avant d'en demander le rachat à ce dernier³³.

2014 – Volume 5, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 2676 et 2681 ; I. RIASSETTO, « Dépositaires – quelles différences entre la directive OPCVM V et la directive AIFM », *Revue de droit bancaire et financier*, juillet-août 2014, pp. 49 à 51 ; E. DESSY, "La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM)", *Droit bancaire et financier*, 2011, p. 230 ; C. MARTOUGIN, « The alternative investment fund managers directive (AIFMD), *Euredia*, 2011, p. 353.

³¹ Voir à ce sujet, C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, *op.cit.*, pp. 648-649 ; ERNST& YOUNG, *Investment Funds in Luxembourg, a technical guide*, September 2017, p. 419.

³² C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, *op.cit.*, p. 650.

³³ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, *op.cit.*, pp. 649-651.

En pratique, les sociétés de gestion ont souvent recours à un ou plusieurs distributeurs pour la commercialisation des titres des fonds d'investissement qu'elles gèrent. Les conventions qui les unissent définissent la mission des distributeurs et mettent à leur charge un certain nombre d'obligations³⁴.

Chapitre 4 : Classification réglementaire européenne des fonds d'investissements et de leur éventuelle société de gestion

L'Union européenne a toujours eu pour objectif de créer un espace financier unique. Pour atteindre cet objectif, un effort considérable d'harmonisation juridique au sein de l'Union a été nécessaire. La majeure partie de la réglementation des fonds d'investissement est ainsi issue du droit communautaire³⁵.

Schématiquement, on peut classer les fonds d'investissement en trois grandes catégories principales :

- D'une part, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) régis par la directive dite OPCVM³⁶ ;
- D'autre part, les fonds d'investissement alternatifs (FIA), qui, par l'intermédiaire de leur gestionnaire, sont régis par la directive dite AIFM³⁷ ;
- Et enfin, les fonds d'investissement qui ne relèvent d'aucune de ces deux directives.

³⁴ Voir en ce sens, I. RIASSETTO, « Information et rémunération des distributeurs d'OPC », *Revue de droit bancaire et financier*, Lexis Nexis, mars-avril 2018, p.55.

³⁵ R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, op.cit., p. 40.

³⁶ 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 (*J.O.U.E.*, L. 302, du 17 novembre 2009, pp. 32 et suivantes), dite « directive OPCVM IV », modifiée par la directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, dite « directive OPCVM V » (*J.O.U.E.*, L. 257, du 28 août 2014, pp. 186 et suivantes) ; ci-après dénommée « directive OPCVM ».

³⁷ 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 n° 1060/2009/CE et n° 1095/2010/UE (*J.O.U.E.*, L. 174, du 1er juillet 2011, pp. 1 et suivantes) ; ci-après dénommée « directive AIFM ».

Les principales caractéristiques des fonds labellisés « OPCVM » et « FIA » et de leur éventuelle société de gestion sont décrites dans les sections suivantes.

Section 1 : Les fonds labellisés « OPCVM » et leur éventuelle société de gestion

Il est à souligner, à titre liminaire, que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) sont exclus expressément par le législateur européen du champ d'application de la réglementation européenne AIFM (ils ne peuvent pas être qualifiés de FIA)³⁸.

Les principales caractéristiques des OPCVM peuvent, en substance, être résumées, comme suit.

D'abord, les OPCVM ont pour objet exclusif d'investir dans des valeurs mobilières (actions, obligations) et/ou des autres actifs financiers suffisamment liquides tandis que la réglementation AIFM, nous le verrons, ne pose pas d'exigence en la matière³⁹.

Il importe de préciser que, ne sont pas des OPCVM soumis à la directive OPCVM, les sociétés d'investissements dont les actifs sont investis par l'intermédiaire de sociétés filiales principalement, dans des biens autres que des valeurs mobilières⁴⁰. En effet, un OPCVM, au sens de la directive OPCVM a, par définition, pour objectif d'investir dans des valeurs moyennant le respect des principes de répartition du risque et d'absence de prise de contrôle : les titres acquis proviennent donc nécessairement d'émetteurs distincts, qui ne sont pas les filiales de l'OPCVM et sur lesquels l'OPCVM n'a pas d'influence directe. Ce dernier ne maîtrise ni la composition des actifs détenus par ces entités, ni la conduite de leurs affaires⁴¹.

Ensuite, les OPCVM doivent respecter le principe de répartition des risques⁴² (à nouveau, la réglementation AIFM ne pose pas d'exigence à ce sujet).

³⁸ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 25.

³⁹ Article 1.2, a) de la directive OPCVM IV.

⁴⁰ Article 1(4) de la directive OPCVM.

⁴¹ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 67.

⁴² Article 1, 2, a) de la directive OPCVM IV.

Les OPCVM doivent aussi être des organismes de type ouvert, c'est-à-dire que leurs titres sont, à la demande des investisseurs, rachetés ou remboursés, directement ou indirectement⁴³ (tandis que la réglementation AIFM ne pose pas d'exigence en la matière). L'investisseur peut donc racheter ses parts quand il le veut et non quand l'OPC le décide⁴⁴.

Ils sont ouverts au public de l'Espace Economique Européen⁴⁵.

Le statut d'OPCVM n'est pas attribué aux organismes de placement collectif dont les parts ne sont pas destinées au placement auprès du public de l'Espace Economique Européen. Tous les Etats membres ne doivent pas être concernés, il suffit que le public d'un seul Etat membre soit concerné⁴⁶. Cependant, si l'OPCVM réserve la vente de ses parts au seul public des pays tiers ou, s'il s'adresse au public de l'Espace Economique Européen mais ne s'adonne à aucune activité promotionnelle (cette absence de recours à des moyens publicitaires réduisant la cible des investisseurs potentiels aux investisseurs institutionnels ou particulièrement avertis⁴⁷) alors la réglementation OPCVM ne s'applique pas⁴⁸.

Les OPCVM s'adressent tant aux investisseurs de détail qu'aux investisseurs professionnels.

Ils bénéficient d'un passeport européen de commercialisation pour les investisseurs de détail et pour les investisseurs professionnels, ce qui signifie qu'ils peuvent, moyennant le respect d'une procédure de notification, être vendus au public dans tous les autres états membres de l'Union européenne⁴⁹ (tandis que la directive AIFM ne consacre un tel passeport que pour les investisseurs professionnels).

⁴³ Article 1, 2, b) de la directive OPCVM IV.

⁴⁴ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 70-71.

⁴⁵ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 67-69 ; considérants 3 et 4 de la directive OPCVM.

⁴⁶ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 68-69.

⁴⁷ Cette exclusion est souvent utilisée par des OPC qui ne souhaitent pas être limités par les restrictions d'investissement applicables aux OPC qui tombent dans le champ d'application de la directive OPCVM; voir C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 70.

⁴⁸ Article 3 b) et c) de la directive OPCVM ; C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., pp. 69-70.

⁴⁹ Article 91 et suivants de la directive OPCVM IV.

Enfin, les OPCVM sont soumis à l'agrément et à la supervision de l'autorité de surveillance de l'Etat membre dont ils relèvent⁵⁰ (par exemple, la Commission de surveillance du secteur financier à Luxembourg (ci-après dénommée la CSSF) ; l'Autorité des marchés financiers en France (ci-après dénommée l'AMF); la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni (ci-après dénommée la FCA) ou l'Autorité des services et marchés financiers en Belgique (ci-après dénommée la FSMA)).

Les Etats membres ont le droit d'exclure certaines catégories d'OPCVM du champ d'application de la directive OPCVM s'ils considèrent leur politique de placement ou d'emprunt inappropriée⁵¹.

Si une société de gestion est désignée par un OPCVM agréé pour en assurer la gestion collective, cette dernière relève aussi de la réglementation OPCVM. L'activité de gestion collective d'un OPCVM inclut la fonction de gestion de portefeuille, y compris la gestion des risques, la fonction d'administration et celle de commercialisation⁵².

La société de gestion doit être agréée dans son Etat membre d'origine (celui où elle a son siège statutaire) et seule l'autorité de cet Etat membre est en charge de la superviser.

L'agrément accordé à une société de gestion dans un Etat membre vaut dans tous les Etats membres⁵³.

Toutefois, si elle veut exercer dans un autre Etat membre (sur base de la libre prestation de services ou via l'établissement d'une succursale), elle doit obtenir un passeport de gestion mis en place par la directive OPCVM, en respectant une procédure de notification auprès de son autorité de surveillance⁵⁴.

Section 2 : Les fonds labellisés « FIA » et leur éventuelle société de gestion

⁵⁰ Article 5 de la directive OPCVM.

⁵¹ Article 3, (d) de la directive OPCVM ; C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 73.

⁵² Annexe II de la directive OPCVM IV.

⁵³ Article 6.1 de la directive OPCVM.

⁵⁴ Articles 16, 17 et 18 de la directive OPCVM.

La définition du FIA au sens de la réglementation AIFM, n'est pas basée sur la forme juridique du fonds d'investissement⁵⁵ ni sur la catégorie d'avoirs qui sont acquis ou visés par le fonds d'investissement (contrairement à la réglementation OPCVM)⁵⁶.

La réglementation AIFM définit le FIA comme (i) un organisme de placement collectif (y compris ses compartiments d'investissement), qui (ii) lève des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, (iii) conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs; et (iv) n'est pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE (directive OPCVM IV)⁵⁷.

L'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après dénommée l'AEMF) a apporté certaines précisions à cette définition extrêmement large⁵⁸. Elle souligne, à titre liminaire, que tous les éléments de la définition ((i) à (iv)) sont cumulatifs et doivent être réunis simultanément⁵⁹:

- Pour elle, un organisme de placement collectif est une entité qui ne poursuit pas un objet commercial ou industriel général, mutualise des capitaux levés auprès de ses investisseurs aux fins d'un investissement réalisé en vue de générer un rendement collectif pour lesdits investisseurs et dont les porteurs de parts ou les actionnaires de l'entité, en tant que groupe collectif, n'exercent pas un pouvoir discrétionnaire sur les opérations courantes⁶⁰.
- Cet organisme de placement collectif doit lever des capitaux.

⁵⁵ Forme juridique qui sera variable en fonction du droit des sociétés des Etats membres.

⁵⁶ C. MARTOUGIN, « The alternative investment fund managers directive (AIFMD), *op. cit.*, p. 351.

⁵⁷ Article 4, § 1, a) de la directive AIFM.

⁵⁸ Orientations de l'AEMF 2013/611, point III, 5), (<https://esma.europa.eu>, consulté le 26 juillet 2019); voir aussi sur le sujet T. PARTSCH, "Perspective on the Guidelines on key concepts of the AIFMD", *JurisNews*, 2013, pp. 11-14 ; T. ALABASTER et G. FALEIRO, "If it looks like a fund, if it sounds like a fund...an analysis of the definition of an AIF, exemptions and consequences in the non-traditional alternative investment space", *Jurisnews*, 2014, pp. 35 à 38 ; T. SCHELL, "To be AIF(M) or non-AIF(M)- that is the question", *JurisNews*, 2015, pp. 49-53.

⁵⁹ Orientations de l'AEMF 2013/611, point III, 5) (<https://esma.europa.eu>, consulté le 26 juillet 2019); voir aussi, T. PARTSCH, "Perspective on the Guidelines on key concepts of the AIFMD", *JurisNews*, 2013, pp. 11-14 ; T. ALABASTER et G. FALEIRO, "If it looks like a fund, if it sounds like a fund...an analysis of the definition of an AIF, exemptions and consequences in the non-traditional alternative investment space", *Jurisnews*, 2014, pp. 35 à 38 ; T. SCHELL, "To be AIF(M) or non-AIF(M)- that is the question", *JurisNews*, 2015, pp. 49-53.

⁶⁰ Orientations de l'AEMF 2013/611, point VI, 12, (<https://esma.europa.eu>, consulté le 26 juillet 2019).

Pour l'AEMF, *“l'activité commerciale consistant, pour une entité, une personne agissant pour compte propre, à prendre des mesures directes et indirectes pour obtenir le transfert ou l'engagement de capitaux par un ou plusieurs investisseurs, au bénéfice de l'entité et en vue de les investir conformément à une politique d'investissement définie, est assimilable à l'activité de levée des capitaux visée à l'article 4, paragraphe 1, point a), de la directive AIFM”*.

L'activité peut se produire à une seule reprise, à plusieurs occasions ou de manière courante et le transfert ou l'engagement de capitaux peut prendre la forme de souscriptions en numéraire ou d'apports en nature. Il n'y a pas, cependant, de levée de capitaux si des capitaux sont investis dans une entité par un membre d'un groupe préexistant, le placement du patrimoine privé de ce dernier constituant l'objet exclusif de la création de l'entité⁶¹.

La levée de capitaux doit s'exercer auprès d'un certain nombre d'investisseurs.

Le marché des FIA envisagé par la directive AIFM est un marché réservé aux investisseurs professionnels, au sens de la réglementation MiFID, non accessible, en principe, aux investisseurs de détail⁶².

Les organismes de placement collectif qui investissent le patrimoine privé d'investisseurs sans lever de fonds extérieurs ne doivent pas être considérés comme des FIA au sens de la Directive (par exemple, les Family offices)⁶³.

L'AEMF précise aussi qu'une entité à laquelle son droit national, son règlement ou ses documents constitutifs ou toute disposition ayant un effet juridique contraignant n'interdisent pas de lever des capitaux auprès de plus d'un investisseur remplit la condition du nombre d'investisseurs, même en présence d'un seul investisseur⁶⁴.

⁶¹ Orientations de l'AEMF 2013/611, point VII, 13, 14, 15, (<https://esma.europa.eu>, consulté le 26 juillet 2019).

⁶² E. DESSY, “La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM)”, *op. cit.*, p. 220; article 4.1. ag) de la directive AIFM qui renvoie à l'annexe II de la directive 2004/39/CE concernant les marchés financiers remplacée par la directive MiFID II, *op.cit.* ; voir l'article 43 de la directive AIFM pour une éventuelle commercialisation de FIA auprès d'investisseurs de détail.

⁶³ Considérant 7 de la directive AIFM.

⁶⁴ Orientations de l'AEMF 2013/611, point VII, 17, (<https://esma.europa.eu>, consulté le 26 juillet 2019); l'AEMF va encore plus loin en précisant qu'à certaines conditions, une entité à laquelle son droit national, son règlement, ses documents constitutifs ou toute autre disposition ayant un effet juridique contraignant interdisent

- L'investissement doit être fait conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt des investisseurs. L'AEMF souligne qu'une entité disposant d'une politique relative aux modalités de gestion des capitaux regroupés en son sein en vue de générer un rendement collectif pour les investisseurs auprès desquels les capitaux ont été levés est une entité qui dispose d'une politique d'investissement définie. Elle précise que le fait de laisser les décisions d'investissement à l'entière discrétion de la personne morale responsable de la gestion de l'entité ne doit pas servir à contourner les dispositions de la directive AIFM⁶⁵.

Le gestionnaire du FIA relève de la réglementation AIFM. Cette réglementation définit le gestionnaire de FIA comme la personne morale dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs FIA⁶⁶.

En principe, le gestionnaire doit exercer, à titre principal, au minimum, lorsqu'il gère un FIA, la gestion de portefeuille et la gestion des risques⁶⁷. Il peut exercer d'autres activités complémentaires, à savoir, les fonctions d'administration et de commercialisation du fonds⁶⁸. Pour pouvoir exercer une activité de gestionnaire assurant la gestion de FIA, il faut être agréé auprès des autorités compétentes de l'état membre d'origine du gestionnaire⁶⁹.

L'agrément accordé à un gestionnaire de FIA par son autorité de surveillance vaut pour tous les Etats membres⁷⁰.

de lever des capitaux auprès de plus d'un investisseur, peut tout de même répondre à la condition du nombre d'investisseurs si l'investisseur unique présente certaines caractéristiques (point VIII, 18 et 19).

⁶⁵ Orientations de l'AEMF 2013/611, point IX, 20, (<https://esma.europa.eu>, consulté le 26 juillet 2019); l'AEMF liste des facteurs qui, isolément ou de manière conjointe, suggèrent l'existence d'une politique d'investissement définie ; voir aussi sur ce point, T. ALABASTER et G. FALEIRO, "If it looks like a fund, if it sounds like a fund...an analysis of the definition of an AIF, exemptions and consequences in the non-traditional alternative investment space", *op.cit.*, p. 36.

⁶⁶ Article 4 § 1, b) de la directive AIFM.

⁶⁷ Article 6 (2) et (3) et annexe I de la directive AIFM.

⁶⁸ Et des activités liées aux actifs d'un FIA, à savoir l'exécution des services nécessaires pour que soient remplis les devoirs fiduciaires du gestionnaire, et assurés la gestion des infrastructures, les activités d'administration des immeubles, le conseil aux entreprises concernant la structure du capital, la stratégie industrielle et les questions connexes, le conseil et les services concernant les fusions et les acquisitions, et d'autres services liés à la gestion du FIA et des sociétés et autres actifs dans lesquels il a investi ; annexe I de la directive AIFM ; C. MARTOUGIN, « The alternative investment fund managers directive (AIFMD) », *op.cit.*, p. 353.

⁶⁹ Articles 6 à 11 de la directive AIFM.

⁷⁰ Article 8, §1^{er}, alinéa 2 de la directive AIFM.

S'il est agréé dans son pays d'origine, le gestionnaire établi dans l'Union européenne peut bénéficier d'un passeport de gestion, c'est-à-dire qu'il peut gérer des FIA de l'Union européenne dans toute l'Union européenne (en libre prestation de services ou par le biais d'une succursale) moyennant le respect de certaines formalités de notification auprès de son autorité de surveillance⁷¹.

Ce système de passeport de gestion est également prévu dans la directive pour les gestionnaires établis dans l'Union européenne qui gèrent des FIA de pays tiers non commercialisés dans l'Union européenne⁷² et pour les gestionnaires de pays tiers qui peuvent, à certaines conditions strictes, gérer des FIA établis dans l'Union européenne⁷³.

Comme la directive OPCVM, la directive AIFM a également mis en place un passeport de commercialisation qui permet à un gestionnaire établi dans l'Union européenne de commercialiser ses FIA européens partout en Europe auprès d'investisseurs professionnels⁷⁴, moyennant des conditions de notification, nous y reviendrons⁷⁵.

Ce passeport de commercialisation peut aussi bénéficier aux gestionnaires établis dans l'Union européenne qui gèrent des FIA de pays tiers et qui souhaitent les commercialiser dans l'Union européenne⁷⁶ et aux gestionnaires de pays tiers qui gèrent des FIA européens et/ou des FIA de pays tiers et qui souhaitent les commercialiser dans l'Union européenne⁷⁷.

Partie II : Le passeport européen de distribution des OPCVM et des FIA

⁷¹ Article 33 de la directive AIFM.

⁷² Article 34 de la directive AIFM.

⁷³ Toutefois, le passeport de gestion pour ces gestionnaires n'est pas encore en vigueur à l'heure actuelle. Des orientations de l'AEMF et un acte délégué de la Commission doivent encore être adoptés ; articles 37 et 41 de la directive AIFM ; E. DESSY, "La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM)", *op. cit.*, p. 225 ; ELVINGER HOSS, « The alternative Investment fund manager directive , key features & focus on third countries », février 2015, www.elvingerhoss.lu.

⁷⁴ Une commercialisation auprès d'investisseurs de détail est éventuellement possible en application de l'article 43 de la directive AIFM, comme déjà indiqué.

⁷⁵ Articles 31 et 32 de la directive AIFM.

⁷⁶ Article 35 de la directive AIFM.

⁷⁷ Toutefois, le passeport de commercialisation pour ces gestionnaires n'est pas encore en vigueur à l'heure actuelle. Des orientations de l'AEMF et un acte délégué de la Commission doivent encore être adoptés ; articles 39 et 40 de la directive AIFM ; ELVINGER HOSS, « The alternative Investment fund manager directive, key features & focus on third countries », février 2015, www.elvingerhoss.lu.

Après cette première partie indispensable décrivant le monde des fonds d'investissement et ses principaux acteurs, nous allons approcher, de manière spécifique, le sujet de la distribution transfrontalière européenne des fonds d'investissement européens, qui nous intéresse particulièrement.

Il importe de noter qu'en pratique, un fonds d'investissement ou son gestionnaire (la société de gestion/le GFIA) ne se charge que très rarement de la distribution du fonds. La fonction de distribution est très souvent confiée à un distributeur local, parfaitement informé des conditions du marché de distribution choisi.

Nous examinerons donc, dans un premier temps, les conditions dans lesquelles un fonds (OPCVM/FIA) agréé dans un Etat membre peut être commercialisé dans un autre Etat membre, en d'autres termes, les procédures de notification prévues par les directives OPCVM et AIFM. Dans un deuxième temps, nous analyserons les dispositions de ces réglementations européennes qui permettent au fonds d'investissement ou à son gestionnaire de déléguer la fonction de distribution.

Notre analyse est faite sur base des principes contenus par les directives européennes des OPCVM et des FIA. Il importe, évidemment, de rappeler que ces directives ont fait l'objet d'une transposition dans les Etats membres⁷⁸. Une référence sera faite de temps à autre, à titre d'illustration, aux droits nationaux.

⁷⁸ En Belgique, notamment, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier, *M.B.*, 4 septembre 2002, p. 39121; la loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la Directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances, *M.B.*, 19 octobre 2012, p. 63652, la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014, p. 45353 ; en France, notamment, la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247, texte n° 1, 23 octobre 2010, p. 18984 ; l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, *J.O.R.F.*, n° 0177, texte n° 5, 2 août 2011, p. 13106 ; le décret n° 2011-922 du 1er août 2011 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, *J.O.R.F.*, n° 0178, texte n° 28, 3 août 2011, p. 13261 ; le décret n° 2011-923 du 1er août 2011 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, *J.O.R.F.*, n° 0178, texte n° 29, 3 août 2011, p. 13280 ; au Luxembourg, notamment, la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et portant transposition de 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, telle que modifiée, *Mémorial*, A 239, 24 décembre 2010, pp. 3928 et suivantes, la loi du 12 juillet 2013 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, telle que modifiée, *Mémorial*, A 119, 15 juillet 2013, pp. 1856 et suivantes.

Nous consacrerons ensuite un chapitre pour examiner l'étendue et plus précisément les limites des passeports européens en faisant, à nouveau, référence à certaines règles nationales mises en place par les Etats membres.

Nous terminerons cette deuxième partie en abordant la problématique de la définition de la commercialisation, de la pré-commercialisation et de la sollicitation passive et la manière dont la future réglementation européenne aborde ces sujets.

Chapitre 1 : Les procédures de notification

Section 1 : La procédure de notification applicable aux OPCVM européens qui commercialisent leurs parts dans des Etats membres autres que ceux où ils sont établis

Le chapitre XI de la directive OPCVM précise notamment les règles de distribution applicables aux OPCVM européens qui entendent être distribués dans des Etats membres autres que ceux où ils sont établis.

L'objectif de ces règles est de promouvoir la distribution transfrontalière des OPCVM et de leur permettre d'avoir un accès rapide aux différents marchés européens. Elles entendent aussi protéger les investisseurs⁷⁹.

Pour rappel, les OPCVM sont uniquement des fonds ouverts et sont dédiés aux investisseurs de détail, c'est-à-dire aux investisseurs non-professionnels (nous reviendrons par la suite sur la définition de l'investisseur professionnel).

La directive prévoit expressément que l'Etat membre d'accueil des OPCVM ne peut leur imposer aucune obligation ni procédure administrative supplémentaire, dans le domaine régi par la directive, autre que celle prescrite par la législation européenne⁸⁰. Elle prévoit également que la procédure de notification qu'elle prévoit et qui est indispensable à la commercialisation dans un autre Etat membre ne peut être complétée par les autorités

⁷⁹ Considérants 3 et 4 de la directive OPCVM.

⁸⁰ Article 91, §2 de la directive OPCVM.

compétentes par d'autres documents, attestations ou informations que ceux prévus par la directive⁸¹.

Ce point est extrêmement important car il atteste clairement, à notre sens, que la procédure de notification, telle que conçue par le législateur européen, est un passage obligé pour l'OPCVM qui souhaite être commercialisé dans un autre Etat membre mais que cette obligation de notification a (ou devrait avoir) un effet automatique. Si l'OPCVM respecte les dispositions de la directive OPCVM, il doit recevoir automatiquement l'autorisation, sans pouvoir d'appréciation de l'Etat membre d'accueil, d'être commercialisé sur le territoire de ce dernier.

La procédure de notification prévue par la directive européenne est assez simple et peut être résumée comme suit. Il est intéressant de souligner que, dans l'accomplissement de la procédure initiale de notification, l'unique interlocuteur de l'OPCVM est l'autorité de surveillance de son pays de domiciliation.

Avant de pouvoir commercialiser ses parts dans un autre Etat membre que son Etat d'origine, l'OPCVM doit notifier ses intentions aux autorités compétentes de son Etat membre d'origine⁸².

Dans sa lettre de notification, l'OPCVM indique les informations sur les modalités prévues pour la distribution de ses parts⁸³.

Certains documents importants doivent être joints à la lettre de notification : la dernière version en date du règlement ou documents constitutifs et du prospectus de l'OPCVM et certains rapports financiers⁸⁴. Ces documents sont traduits soit dans la (les) langue(s) officielle(s) de l'Etat membre d'accueil, soit dans une langue agréée par ses autorités

⁸¹ Article 93, §6 de la directive OPCVM.

⁸² Article 93, §1, al.1 de la directive OPCVM.

⁸³ Selon l'article 93, §8 de la directive OPCVM, si ces modalités viennent à être modifiées, l'OPCVM doit d'abord notifier les autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil avant de rendre ces modifications effectives.

⁸⁴ Article 93, §2, a) de la directive OPCVM ; les informations complètes relatives aux prospectus et aux rapports financiers sont comprises aux articles 68 à 75 de la directive OPCVM.

compétentes⁸⁵ ou encore, dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, au choix de l'OPCVM⁸⁶.

L'OPCVM doit également présenter les informations clés pour l'investisseur (ci-après, DICI ou KIID en anglais⁸⁷)⁸⁸. Ces informations clés pour l'investisseur doivent être rédigées de manière claire et dans un langage clair et vulgarisé, accessible aux investisseurs de détail.

Ces informations sont des informations qui reprennent les caractéristiques essentielles de l'OPCVM concerné, par exemple, sa politique d'investissement, ses coûts, son profil de risque. Elles permettent à l'investisseur d'être conscient du produit dans lequel il investit et de prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de cause⁸⁹. Ces informations clés doivent être traduites soit dans la(/les) langue(s) officielle(s) de l'Etat membre d'accueil, soit dans une langue agréée par ses autorités compétentes⁹⁰.

Suite à la notification de la commercialisation de ses parts dans un autre Etat membre par l'OPCVM, les autorités compétentes de son Etat membre d'origine vérifient que toute la documentation à remettre est complète, avant de la transmettre, dans les 10 jours de la réception de la lettre de notification, aux autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil de l'OPCVM⁹¹.

La directive prévoit que l'Etat membre d'origine de l'OPCVM informe alors celui-ci, sans délai, de la transmission du dossier à l'Etat membre dans lequel la commercialisation doit être effectuée⁹². A cette date, selon les termes de la directive, l'OPCVM peut avoir accès au marché de l'Etat membre d'accueil⁹³.

⁸⁵ Article 94, §1, al.2, b) de la directive OPCVM.

⁸⁶ Article 94, §1, al.2, c) de la directive OPCVM.

⁸⁷ En application du règlement (UE) 1286/2014 du 26 novembre 2014 sur les documents d'information clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (*J.O.U.E.*, L 352, 9 décembre 2014, pp.1 et suivantes), le DICI doit être remplacé, à partir de 2018, par le « document d'informations clés », le DIC. Le DIC contient, en outre, des informations sur les performances (futures) du fonds d'investissement et les frais. Cette obligation n'est toutefois applicable aux OPCVM qui produisent un DICI au 31 décembre 2016 et aux FIA qui produisent un DICI sur base de leur droit national qu'à partir du 1^{er} janvier 2020.

⁸⁸ Article 93, §2, b) de la directive OPCVM ; les informations complètes relatives aux DICI sont comprises aux articles 78 à 82 de la directive OPCVM.

⁸⁹ Article 78 de la directive OPCVM.

⁹⁰ Article 94, §1, al.2, b) de la directive OPCVM.

⁹¹ Article 93, §3, al.1 et 2 de la directive OPCVM.

⁹² Article 93, §3, al.3 de la directive OPCVM.

⁹³ Article 93, §3, al.3 de la directive OPCVM.

Toutefois, il appert que certains Etats membres, ne considèrent pas que la commercialisation peut commencer, automatiquement et immédiatement à compter de la date de transmission du dossier de notification. Ainsi, par exemple, l'AMF, estime qu'un OPCVM n'est autorisé à commencer la commercialisation en France qu'à partir du moment où l'AMF a confirmé la réception du dossier électronique de notification⁹⁴.

Il importe encore de souligner que si une des informations relatives aux modalités de commercialisation contenue dans la lettre de notification vient à être modifiée, l'OPCVM doit avertir les autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil par écrit avant de rendre cette modification effective⁹⁵. Il en est de même en cas de modification d'une catégorie d'actions destinée à être commercialisée⁹⁶.

Section 2 : La procédure de notification applicable aux gestionnaires d'AIF européens qui commercialisent les parts d'AIF européens qu'ils gèrent dans des Etats membres autres que ceux où ces AIF européens sont établis

La directive AIFM s'adresse aux gestionnaires de FIA et non aux FIA eux-mêmes. Le chapitre VI de la directive AIFM précise les règles de distribution applicables aux gestionnaires d'AIF européens qui entendent distribuer ces AIF européens qu'ils gèrent dans des Etats membres autres que ceux où ils sont établis.

Pour rappel, les AIF sont des fonds ouverts ou fermés et sont dédiés, en principe, aux investisseurs professionnels⁹⁷. La directive 2014/65/UE définit le client professionnel ou l'investisseur professionnel comme celui qui « *possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaire pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* »⁹⁸.

⁹⁴ 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 », juin 2019, p. 4, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

⁹⁵ Article 93, §8, de la directive OPCVM.

⁹⁶ Article 93, §8, de la directive OPCVM.

⁹⁷ Une commercialisation auprès d'investisseurs de détail est éventuellement possible en application de l'article 43 de la directive AIFM mais elle ne sera pas examinée dans le cadre du présent travail et est entièrement soumise aux droits nationaux.

⁹⁸ Annexe II de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instrument financiers, modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, L. 173,

Dans la directive AIFM, le titulaire de l'obligation d'obtenir le passeport de commercialisation n'est plus le fonds d'investissement, contrairement à ce que prévoit la directive OPCVM, mais bien le gestionnaire du FIA et cela, même s'il n'exerce pas lui-même la fonction de distribution. Pour le reste, la procédure de notification prévue dans la directive AIFM est conforme, dans sa conception, à celle prévue pour les OPCVM.

En bref, le gestionnaire du FIA, une fois agréé⁹⁹, doit notifier aux autorités compétentes de son Etat membre d'origine sa volonté de commercialiser, auprès d'investisseurs professionnels, un FIA européen qu'il gère, dans un autre Etat membre¹⁰⁰. Il importe de souligner que l'opération doit être répétée pour chacun des FIA que le gestionnaire veut distribuer¹⁰¹.

La directive AIFM liste les informations et documents que doit comprendre la lettre de notification¹⁰². Elle doit, notamment, reprendre le programme d'activité qui identifie les FIA voués à être commercialisés par le gestionnaire (ou le distributeur), les informations sur le lieu d'établissement de ceux-ci, le règlement ou les documents constitutifs du FIA, l'identification du dépositaire du FIA, la description du FIA mise à la disposition des investisseurs, l'indication de l'Etat membre où va être commercialisé le FIA, les dispositions prises pour la commercialisation du FIA et celles mises en place pour éviter que les parts ou actions du fonds soient commercialisées auprès d'investisseurs de détail¹⁰³. Ces informations et documents sont soumis à la législation et à la surveillance de l'Etat membre d'accueil du gestionnaire¹⁰⁴.

Les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire transmettent le dossier de notification, dans les vingt jours ouvrables après la date de réception du dossier de notification complet, aux autorités compétentes de l'Etat membre où le FIA doit être commercialisé¹⁰⁵.

du 12 juin 2014, pp. 349 et suivantes modifiée par la directive 2016/1034/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juin 2016 ; ci-après dénommée « directive MiFID II ».

⁹⁹ Conformément aux conditions prévues par les articles 6 à 11 de la directive AIFM.

¹⁰⁰ Article 32, §2, al.1 de la directive AIFM.

¹⁰¹ Article 32, §2, al.1 de la directive AIFM.

¹⁰² Article 32, §2, al.2 de la directive AIFM.

¹⁰³ Annexe IV de la directive AIFM.

¹⁰⁴ Article 32, §5 de la directive AIFM.

¹⁰⁵ Article 32, §3, al.1 de la directive AIFM.

Au dossier de notification, est jointe une attestation par les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire qui confirme que le gestionnaire du FIA concerné est agréé pour gérer les FIA selon une stratégie d'investissement spécifique¹⁰⁶. Ces documents sont transmis dans une langue usuelle de la sphère financière internationale¹⁰⁷.

Les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire notifient, sans retard, le gestionnaire, dès la transmission du dossier de notification. Le gestionnaire peut alors commencer la commercialisation du FIA dans l'Etat membre d'accueil dès la date de cette notification¹⁰⁸.

A nouveau, la procédure de notification est un passage « obligé » pour le gestionnaire avant de procéder à la commercialisation dans un autre Etat membre mais dès qu'elle est réalisée, conformément aux dispositions de la directive AIFM, elle permet, au gestionnaire de FIA (ou au distributeur) de le commercialiser dans un autre Etat membre, sans pouvoir d'appréciation de cet Etat.

Comme pour les OPCVM, si une information contenue dans le dossier de notification vient à être substantiellement modifiée¹⁰⁹, le gestionnaire doit avertir les autorités compétentes de son Etat membre d'origine au moins un mois avant de la mettre en œuvre ou aussitôt s'il s'agit d'une modification imprévue¹¹⁰. Si cette modification peut entraîner la non-conformité de la gestion du FIA à la directive AIFM ou si elle peut conduire à ce que le gestionnaire ne satisfasse plus à cette directive, les autorités compétentes doivent informer le gestionnaire qu'il ne doit pas mettre en œuvre la modification en question¹¹¹. Si la modification (imprévue ou non) est, malgré tout, mise en place, les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire peuvent interdire la commercialisation du FIA¹¹².

¹⁰⁶ Article 32, §3, al.2 de la directive AIFM.

¹⁰⁷ Article 32, §6, al.1 de la directive AIFM.

¹⁰⁸ Article 32, §4, al.1 de la directive AIFM ; selon l'alinéa 2 de l'article 32, §4 de la directive AIFM, dans le cas où les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire et du FIA sont différentes, les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire informent celles du FIA que le gestionnaire peut commencer la commercialisation des parts ou actions du FIA dans l'Etat membre d'accueil du gestionnaire.

¹⁰⁹ La directive AIFM parle de modification substantielle alors que la directive OPCVM parle simplement de modification.

¹¹⁰ Article 32, §7, al.1 de la directive AIFM.

¹¹¹ Article 32, §7, al. 2 de la directive AIFM.

¹¹² Article 32, §7, al.3 de la directive AIFM.

Par contre, si les modifications s'avèrent possibles (parce qu'elles n'affectent pas la conformité de la gestion du FIA par le gestionnaire avec la directive AIFM ou le respect de celle-ci par le gestionnaire), les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire informent, sans retard, les autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil du gestionnaire de ces modifications¹¹³.

Chapitre 2 : La délégation de la fonction de distribution sous les directives OCPVM et AIFM

Il existe plusieurs modes de fonctionnement pour un fonds d'investissement. En pratique, il est extrêmement rare pour un fonds, tant un OPCVM qu'un FIA, d'assurer lui-même sa gestion. Il procède très généralement à la nomination d'un gestionnaire externe¹¹⁴. Comme déjà souligné, dans ce contexte, le gestionnaire externe délègue lui aussi très fréquemment la fonction de distribution du fonds à un tiers distributeur¹¹⁵. Cette délégation est motivée par le souci d'être plus efficace, d'optimiser les ressources, qu'elles soient humaines, techniques ou financières¹¹⁶. En effet, le tiers distributeur, qui est souvent un agent local, a l'expérience du marché sur lequel il va distribuer le fonds d'investissement et l'expertise requise.

Le législateur européen n'a pas défini le terme « délégation », nous y reviendrons, mais il a expressément prévu des conditions strictes pour que la délégation soit autorisée¹¹⁷.

Il importe d'examiner brièvement les règles de délégation (ainsi que les règles de sous-délégation) prévues dans les directives OPCVM et AIFM.

Dans la directive OPCVM, la société de gestion de l'OPCVM a la possibilité de déléguer, pour son compte, l'exercice d'une ou plusieurs de ses fonctions, et donc la fonction de distribution, à des tiers, si le droit national de son Etat membre d'origine l'autorise¹¹⁸.

¹¹³ Article 32, §7, al 4 de la directive AIFM.

¹¹⁴ I. RIASSETTO, « Information et rémunération des distributeurs d'OPC », *Revue de droit bancaire et financier*, Lexis Nexis, mars-avril 2018, p. 55.

¹¹⁵ I. RIASSETTO, « Information et rémunération des distributeurs d'OPC », *op. cit.*, p. 55.

¹¹⁶ X. LE SOURNE, O. GASTON-BRAUD, « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale » in *Droit bancaire et financier au Luxembourg 2014 – Volume 5*, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 2745-2748.

¹¹⁷ X. LE SOURNE, O. GASTON-BRAUD, « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale », *op.cit.*, p. 2748.

Toutefois, certaines conditions préalables, fixées au niveau européen, doivent être réunies pour que la délégation soit possible.

Les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine de la société de gestion doivent être informées de la délégation par la société de gestion et lesdites autorités doivent transmettre, sans délai, les informations aux autorités compétentes de l'Etat membre d'origine de l'OPCVM¹¹⁹.

La directive précise que la surveillance dont la société de gestion fait l'objet ne peut pas être entravée par le mandat qui ne peut pas non plus empêcher la société d'agir ou l'OPCVM d'être géré, au mieux des intérêts des investisseurs¹²⁰. La société de gestion ne peut pas d'ailleurs déléguer ses fonctions de manière telle qu'elle devienne une boîte aux lettres¹²¹.

Les personnes qui dirigent l'activité de la société de gestion doivent pouvoir contrôler effectivement l'activité du délégataire et lui donner des instructions supplémentaires et ce, à tout moment. Elles doivent également être en mesure de lui retirer le mandat avec effet immédiat lorsque cela est dans les intérêts des investisseurs¹²². Le tiers à qui la fonction de distribution est déléguée doit être qualifié et capable de l'exercer¹²³. Le prospectus du fonds doit préciser les fonctions dont l'Etat membre d'origine de la société de gestion a permis la délégation¹²⁴.

Il est expressément indiqué que la délégation de fonctions à un tiers n'a pas d'impact sur la responsabilité de la société de gestion du fonds, nous y reviendrons par la suite, dans la partie V du présent document¹²⁵.

Dans la directive AIFM, le régime de délégation est conçu de manière similaire. Le gestionnaire qui souhaite déléguer à un tiers l'exécution de la fonction de commercialisation

¹¹⁸ Article 13, §1 de la directive OPCVM.

¹¹⁹ Article 13, §1, a) de la directive OPCVM.

¹²⁰ Article 13, §1, b) de la directive OPCVM.

¹²¹ Article 13, §2 de la directive OPCVM.

¹²² Article 13, §1, f) et g) de la directive OPCVM.

¹²³ Article 13, §1, h) de la directive OPCVM.

¹²⁴ Article 13, §1, i) de la directive OPCVM.

¹²⁵ Article 13, §2 de la directive OPCVM.

du FIA doit, en effet, notifier les autorités compétentes de son Etat membre d'origine avant que la délégation ne soit effectivement mise en œuvre¹²⁶.

Plusieurs principes et conditions doivent également être respectés pour que le gestionnaire puisse valablement déléguer la fonction de distribution : (i) le gestionnaire doit pouvoir motiver sa structure de délégation de manière objective; (ii) l'entité délégataire doit avoir les ressources suffisantes pour accomplir la fonction qui lui est déléguée ; (iii) les personnes qui exécutent les activités déléguées, dans les faits, doivent présenter une honorabilité et une expérience suffisante ; (iv) la délégation ne peut affecter la surveillance du gestionnaire et ne peut empêcher le gestionnaire d'agir dans l'intérêt des investisseurs ou le FIA d'être géré en ce sens ; (v) le gestionnaire doit pouvoir apporter la preuve que l'entité tierce à laquelle il a délégué sa fonction de distribution est qualifiée et capable d'exercer cette fonction et qu'elle a été sélectionnée avec toute la diligence nécessaire ; (vi) le gestionnaire doit prouver qu'il est en mesure de suivre de manière efficace et à tout moment les activités déléguées et, (vii) le gestionnaire doit également être en mesure de donner des instructions supplémentaires au délégataire en tout temps et doit pouvoir lui retirer la délégation avec effet immédiat lorsque cela est dans l'intérêt des investisseurs¹²⁷.

Comme dans la directive OPCVM, il est primordial de souligner que la directive AIFM prévoit que la responsabilité du gestionnaire (à l'égard du FIA ou à l'égard de ses investisseurs) n'est pas affectée par le fait que ce dernier ait délégué sa fonction de distribution à un tiers¹²⁸.

Les règles posées par les directives européennes, en matière de délégation, nous semblent traduire la volonté du législateur européen de ne pas, au moyen de ladite délégation, contourner les règles de contrôle et de surveillance qu'il a édictées pour les OPCVM, les FIA et leur gestionnaire. Le gestionnaire ne peut, aux yeux du législateur européen, se faire remplacer par une personne qui ne présenterait les mêmes compétences et qualités.

Encore un mot sur la question de la sous-délégation qui n'est envisagée que dans la seule directive AIFM : le tiers délégataire peut sous-déléguer sa fonction de distribution si le

¹²⁶ Article 20, §1, al.1 de la directive AIFM.

¹²⁷ Article 20, §1, a), b), e), f) de la directive AIFM.

¹²⁸ Article 20, §3 de la directive AIFM, voir à ce sujet, pour plus de précisions l'article 75 du règlement AIFM.

gestionnaire a donné son accord préalable et s'il a notifié la sous-délégation aux autorités compétentes de son Etat membre d'origine ainsi que les modalités qui l'accompagnent avant qu'elle ne soit mise en œuvre¹²⁹. Les conditions nécessaires à la délégation de fonction susmentionnées doivent être réunies en cas de sous-délégation¹³⁰.

Chapitre 3 : Etendue et limites du passeport européen – réglementation européenne vs exigences locales en matière de distribution

Les procédures de notification qui permettent la distribution transfrontalière européenne des fonds d'investissement européens sont, de premier abord, assez simples et doivent, en principe, permettre une commercialisation rapide des fonds dans l'Union européenne.

Toutefois, il appert qu'en pratique, la distribution peut être entravée, à l'heure actuelle, par plusieurs éléments. Nous en épinglerons certains. Nous ne manquerons pas de faire état, dans ce chapitre, de la nouvelle réglementation européenne¹³¹. Cette nouvelle réglementation devrait avoir pour effet de réduire les obstacles réglementaires, de développer les opérations de commercialisations et d'en diminuer les coûts¹³².

D'abord, en sus des dispositions européennes harmonisées applicables lors de la commercialisation d'OPCVM ou d'AIF (relatives, notamment, à la publication du prospectus ou au contenu du document d'information clé pour l'investisseur), le fonds, son gestionnaire (dans l'hypothèse d'un AIF) ou encore le distributeur doit également se conformer à l'ensemble des dispositions nationales prises par les Etats membres, en dehors des domaines régis par les directives OPCVM et AIFM, qui s'appliquent lors de la commercialisation de fonds d'investissement.

¹²⁹ Article 20, §4, a) et b) de la directive AIFM.

¹³⁰ Article 20, §4, c) de la directive AIFM.

¹³¹ Règlement 2019/1156 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 visant à faciliter la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif et modifiant les règlements (UE) n° 345/2013, (UE) n° 346/2013 et (UE) n° 1286/2014, *J.O.U.E.*, L. 188, du 12 juillet 2019, pp. 55 et suivantes, ci-après dénommé « le nouveau règlement » (qui entre en vigueur le 21 août 2019) ; et la directive 2019/1160 du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 modifiant la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif, *J.O.U.E.*, L. 188, du 12 juillet 2019, pp. 106 et suivantes, ci-après dénommée « la nouvelle directive » (qui entre en vigueur le 21 août 2019 et doit être transposée, dans les différents Etats membres au plus tard le 2 août 2021) ; ci-après dénommés ensemble « la nouvelle réglementation européenne ».

¹³² Considérants 1 et 2 de la nouvelle directive.

Ainsi, par exemple, les règles en matière de communications publicitaires de l'Etat membre d'accueil doivent être respectées. Le fonds, son gestionnaire ou le distributeur est également tenu de vérifier qu'ils effectuent réellement une opération de commercialisation selon la définition donnée dans le pays de commercialisation, nous y reviendrons dans le Chapitre 4 du présent travail (section 1).

Dans ce contexte, l'article 91(3) de la directive OPCVM prévoit expressément que les Etats membres doivent veiller à ce que des informations complètes sur les dispositions législatives, réglementaires et administratives qui ne relèvent pas du domaine régi par la directive et qui sont spécifiquement pertinentes pour les dispositions prises en vue de la commercialisation sur leur territoire de parts d'OPCVM établis dans un autre Etat membre soient aisément accessibles à distance et par des moyens électroniques. Les Etats membres veillent à ce que ces informations soient disponibles dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, fournies d'une manière claire, non ambiguë et tenues à jour¹³³.

Cet enchevêtrement de dispositions européennes et nationales rend le travail du praticien, et notamment de l'acteur qui se charge de la distribution des fonds d'investissement, extrêmement compliqué et ne lui permet pas toujours d'avoir une vue d'ensemble. La rédaction de ce travail nous l'a montré, il est compliqué de cerner l'ensemble des dispositions nationales applicables en cas de distribution et de répertorier les exigences spécifiques de chaque pays. Certains auteurs précisent d'ailleurs qu'il est presque impossible de ne pas faire appel aux services d'une entité locale pour les questions liées aux droits nationaux¹³⁴.

On comprend pourtant mal la raison d'être de la règle selon laquelle l'Etat membre d'accueil est compétent pour définir l'activité de commercialisation et le contenu de certains documents de commercialisation (hors prospectus et DICI/DIC) si ce n'est un sursaut de nationalisme.

¹³³ Voir aussi les articles 30, 31 et 32 de la directive 2010/42/UE 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 certaines dispositions relatives aux fusions de fonds, aux structures maître-nourricier et à la procédure de notification (*J.O.U.E.*, L 176, 10 juillet 2010, pp. 28 et suivantes) qui précisent notamment que les Etats membres doivent assurer l'accessibilité de la définition de commercialisation des parts d'OPCVM, des exigences relatives au contenu, à la forme et à la présentation des communications commerciales, des informations supplémentaires à fournir aux investisseurs, etc.

¹³⁴ R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, *op.cit.*, p. 68.

Il serait, sans doute, préférable de prévoir, de manière harmonisée, au niveau européen, un ensemble de règles, éventuellement édictées par l'AEMF, auxquelles pourraient se référer les acteurs du monde des fonds d'investissement¹³⁵.

La nouvelle réglementation européenne a entendu cette critique puisqu'elle entend rendre les exigences nationales en matière de commercialisation transparentes tant au niveau national qu'au niveau de l'Union européenne.

L'article 91 (3) de la directive OPCVM est supprimé¹³⁶. Tant pour les OPCVM que pour les AIF, les autorités nationales compétentes doivent publier une base de données centralisées avec toutes les dispositions législatives, réglementaires et administratives nationales applicables régissant notamment les règles de commercialisation, ainsi qu'un résumé, dans au moins une langue usuelle dans le domaine de la finance internationale. Elles doivent notifier à l'AEMF ces dispositions législatives, réglementaires et administratives ainsi que tout changement d'une information fournie à l'AEMF¹³⁷.

Ensuite, nous avons vu que, dans l'état actuel des textes, les documents de distribution, même en cas de distribution à des investisseurs professionnels, doivent être rédigés en plusieurs langues. Cela implique, à nouveau, dans le cadre de la stratégie de distribution, pour les praticiens, un énorme travail.

Il pourrait être décidé que, dans l'hypothèse d'une commercialisation de fonds d'investissement à des professionnels, qui sont, par définition, compétents et expérimentés, ces documents pourraient uniquement être rédigés dans une seule langue (celle choisie par le fonds d'investissement ou sa société de gestion/GFIA)¹³⁸.

Certains Etats membres exigent aussi, à l'heure actuelle, la désignation d'agents locaux avant qu'un fonds ne puisse être distribué sur leur territoire. Ainsi, par exemple, l'AMF, exige que

¹³⁵ Voir en ce sens, ALFI « Response to the European Commission consultation on cross-border distribution », voir [https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-\(2\)\(consulté le 14 juillet 2019\)](https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-(2)(consulté%20le%2014%20juillet%202019)).

¹³⁶ Article 1, al.1, 3) de la nouvelle directive.

¹³⁷ Article 5.2 du nouveau règlement.

¹³⁸ Voir en ce sens, ALFI « Response to the European Commission consultation on cross-border distribution », voir [https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-\(2\)\(consulté le 14 juillet 2019\)](https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-(2)(consulté%20le%2014%20juillet%202019)).

le distributeur qui veut commercialiser, en France, des OPCVM de droit étranger procède à la désignation d'un correspondant centralisateur¹³⁹.

A nouveau, une harmonisation au niveau européen serait préférable à la situation hétéroclite d'aujourd'hui¹⁴⁰.

La nouvelle réglementation européenne est allée dans cette direction puisqu'elle affiche comme objectif de laisser aux gestionnaires de fonds d'investissement (OPCVM et AIF) le choix des interfaces de soutien aux investisseurs locaux et cela avec des garanties pour les investisseurs¹⁴¹.

Elle estime, en effet, que l'obligation posée par certains Etats membres de disposer de facilités locales est coûteuse et que sa valeur ajoutée est limitée étant donné l'existence des technologies numériques¹⁴².

La nouvelle réglementation européenne interdit dorénavant d'imposer une présence physique¹⁴³. Chaque Etat membre où est exercée une activité de commercialisation a, par contre, l'obligation d'établir des facilités permettant de prendre en charge la souscription, les paiements, le rachat ou le remboursement de parts¹⁴⁴. Les gestionnaires peuvent recourir à des moyens électroniques, ou autres, de communication à distance avec les investisseurs. Les informations et les moyens de communication doivent être à la disposition des investisseurs dans les langues officielles de l'Etat membre où ils se trouvent¹⁴⁵.

Avant la nouvelle réglementation européenne, les règles mises en place par les Etats membres dans l'hypothèse d'une actualisation des dossiers de notification ou dans l'hypothèse d'un

¹³⁹ Article 411-135 du règlement général de l'AMF (qui renvoie au I de l'article L. 214-10-1 du code monétaire et financier) et article 38 de l'instruction de l'AMF DOC-2011-19 ; selon l'article 411-135 du règlement général de l'AMF, ce correspondant centralisateur est, notamment, contractuellement chargé d'assurer (i) le traitement des demandes de souscription et de rachat ; (ii) le paiement des coupons et dividendes ; (iii) la mise à disposition des documents d'information aux investisseurs ; (iv) l'information des porteurs dans certaines hypothèses.

¹⁴⁰ Voir en ce sens, ALFI « Response to the European Commission consultation on cross-borders distribution », voir <https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-2> (consulté le 14 juillet 2019).

¹⁴¹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil, *op.cit.*, exposé des motifs, p. 7.

¹⁴² R. LE BOUC, *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, *op.cit.*, p. 75.

¹⁴³ Nouvel article 92 de la directive OPCVM (article 1 de la nouvelle directive); nouvel article 43*bis* de la directive AIFM (article 2 de la nouvelle directive).

¹⁴⁴ Nouvel article 92 de la directive OPCVM (article 1 de la nouvelle directive); article 43*bis* de la directive AIFM (article 2 de la nouvelle directive).

¹⁴⁵ Nouvel article 92 de la directive OPCVM (article 1 de la nouvelle directive) ; article 43*bis* de la directive AIFM (article 2 de la nouvelle directive).

arrêt par un OPCVM de ses activités de commercialisation dans un Etat membre n'étaient pas harmonisées non plus¹⁴⁶.

C'est maintenant chose faite.

En ce qui concerne le retrait de notification de commercialisation des fonds d'investissement, une nouvelle disposition est insérée dans les directives OPCVM et AIFM¹⁴⁷. Les Etats membre doivent, d'abord, s'assurer que les fonds d'investissement/leur gestionnaire peuvent retirer leur notification de commercialisation de tout ou partie de leurs parts ou actions dans un Etat membre¹⁴⁸.

Le retrait, pour un OPCVM ou le gestionnaire de FIA, n'est, toutefois, possible que dans deux situations : (i) si aucun investisseur domicilié ou ayant son siège statutaire dans l'Etat membre où le retrait est demandé ne détient de parts de l'OPCVM concerné ou ; (ii) si un maximum de 10 investisseurs domiciliés ou ayant leur siège statutaire dans l'Etat membre dans lequel l'OPCVM souhaite arrêter ses activités de commercialisation possèdent des parts de cet OPCVM et que ces dernières représentent moins de 1% des actifs sous gestion¹⁴⁹.

L'OPCVM/le gestionnaire de FIA (dans l'hypothèse où il s'agit d'un fonds ouvert) qui souhaite arrêter de commercialiser dans un Etat membre particulier doit répondre à trois conditions cumulatives : (i) afin de revendre ou rembourser toutes les parts et actions détenues par des investisseurs dans l'Etat Membre dans lequel la commercialisation va s'arrêter, l'OPCVM doit émettre une offre globale qui restera publique pendant au moins 30 jours et est adressée individuellement à tous les investisseurs dont l'identité est connue que ce soit directement ou via des intermédiaires financiers ; (ii) l'intention de cesser les activités de commercialisation est rendue publique dans l'Etat membre concerné par un support accessible au public habituellement utilisé pour la commercialisation des OPCVM et adapté aux investisseurs-type et, enfin, (iii) tout arrangement contractuel avec des intermédiaires financiers ou représentants doivent être modifiés ou résiliés à dater du retrait de notification

¹⁴⁶ Voir en ce sens, ALFI « Response to the European Commission consultation on cross-border distribution », [https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-\(2\)](https://www.alfi.lu/en-gb/article/alfi-response-to-the-european-commission-consu-(2)) (consulté le 14 juillet 2019).

¹⁴⁷ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM (article 1 de la nouvelle directive); nouvel article 32*bis* de la directive AIFM (article 2 de la nouvelle directive).

¹⁴⁸ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM (article 1 de la nouvelle directive).

¹⁴⁹ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM (article 1 de la nouvelle directive).

afin d'éviter toute commercialisation ultérieure. Les conséquences d'une non-acceptation de l'offre par les investisseurs doivent être clairement énoncées¹⁵⁰.

Les OPCVM/les gestionnaires de FIA, qui entendent arrêter la commercialisation, doivent informer les autorités compétentes de leur Etat membre d'origine¹⁵¹. Ils doivent leur transmettre une lettre de notification¹⁵². Ces autorités la transfèrent alors, après vérification, aux autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil où le fonds veut cesser ses activités de commercialisation¹⁵³. La notification est également transmise à l'AEMF¹⁵⁴. Après transmission de la lettre de notification, les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine en informent l'OPCVM/le gestionnaire de l'AIF qui, dès la réception de la notification, cesse toute commercialisation dans l'Etat membre d'accueil¹⁵⁵.

En dépit de la cessation des activités de commercialisation, les obligations d'information comprises dans la directive OPCVM/AIFM¹⁵⁶ continuent de s'appliquer vis-à-vis des investisseurs restants¹⁵⁷.

Pour ce qui concerne l'actualisation des dossiers de notification, la nouvelle réglementation européenne prévoit que la modification d'une information du dossier de notification doit dorénavant être notifiée non seulement à l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil (régime actuel) mais également à l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine et ce, au moins un mois, avant d'appliquer le changement¹⁵⁸.

Dans les 15 jours ouvrables suivant la réception de la notification, l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine doit, le cas échéant, informer l'OPCVM/le gestionnaire de FIA et l'Etat membre d'accueil que le changement ne peut être mis en œuvre¹⁵⁹. Si malgré l'interdiction de l'autorité compétente, le changement est tout de même appliqué, l'autorité

¹⁵⁰ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; nouvel article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵¹ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; nouvel article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵² Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; nouvel article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵³ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; nouvel article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵⁴ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; nouvel article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵⁵ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; nouvel article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵⁶ Articles 68 à 82 et 94 de la directive OPCVM et articles 22 et 23 de la directive AIFM.

¹⁵⁷ Nouvel article 93*bis* de la directive OPCVM ; article 32*bis* de la directive AIFM.

¹⁵⁸ Nouvel article 93(8) de la directive OPCVM ; nouvel article 32 (7) de la directive AIFM.

¹⁵⁹ Nouvel article 93(8) de la directive OPCVM ; nouvel article 32 (7) de la directive AIFM.

compétente doit prendre des sanctions et en notifier les autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil de l'OPCVM du gestionnaire de FIA¹⁶⁰.

Enfin, un autre sujet qui nécessitait une réforme et une plus grande transparence au niveau de l'Union européenne pour faciliter la commercialisation des fonds d'investissement est celui des frais réglementaires des procédures de notification.

Ces frais sont dorénavant réglementés et calculés de manière plus cohérente¹⁶¹. Dans la nouvelle réglementation, les informations et adresse nécessaires à la facturation et à la communication de tous droits ou frais par les autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil doivent obligatoirement être jointes au dossier de notification de commercialisation transfrontalière¹⁶².

Le règlement exige, en outre, que les autorités nationales compétentes publient sur leur site internet les frais et charges (et, si pertinent, leur méthode de calcul) en lien avec la supervision des activités de commercialisation transfrontalières¹⁶³. Ces informations sont également transmises à l'AEMF¹⁶⁴.

Parallèlement aux obligations imposées aux Etats membres, la nouvelle réglementation européenne prévoit également que l'AEMF publie une base de données centralisée avec tous les OPCVM ou les AIF commercialisés sur une base transfrontalière, leur société de gestion/gestionnaire et une liste des Etats membres dans lesquels ils sont commercialisés¹⁶⁵.

Cette base de données contient également un sommaire des dispositions légales, réglementaires et administratives nationales relatives à la commercialisation notifiées par les autorités nationales compétentes (ainsi que des hyperliens vers les informations contenues sur les sites internet des autorités nationales, en ce compris des informations à jour sur les frais et charges (et leur méthode de calcul) appliqués lors des activités de commercialisation)¹⁶⁶.

¹⁶⁰ Nouvel article 93(8) de la directive OPCVM ; nouvel article 32 (7) de la directive AIFM.

¹⁶¹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil, *op.cit.*, exposé des motifs, p.7.

¹⁶² Nouvel article 93 (1) de la directive OPCVM

¹⁶³ Article 10 du nouveau règlement.

¹⁶⁴ Article 10 du nouveau règlement.

¹⁶⁵ Article 12 du nouveau règlement.

¹⁶⁶ Article 6 du nouveau règlement.

Tous les deux ans, l'AEMF soumet un rapport au Parlement européen avec une vue d'ensemble des exigences en matière de commercialisation qui s'appliquent dans tous les Etats membres¹⁶⁷.

Chapitre 4 : La commercialisation, la pré-commercialisation et la sollicitation passive

Section 1 : La commercialisation

On ne peut aborder le sujet de la distribution des fonds d'investissement et la difficulté d'articuler les différentes sources légales applicables en la matière sans évoquer la question délicate de la définition de la commercialisation.

Seules les opérations qualifiées de « commercialisation » sont strictement réglementées en application des règles que nous avons exposées ci-avant. Il est donc extrêmement important de pouvoir déterminer pour toute activité, si elle rentre ou non dans le champ d'application d'une « activité de commercialisation ».

L'importance de cette démarche est expressément soulignée par l'AMF qui précise qu'il appartient aux distributeurs de déterminer, sous leur propre responsabilité et sous le contrôle des autorités et juridictions compétentes, s'ils réalisent effectivement des actes de commercialisation en France¹⁶⁸.

La directive AIFM définit la commercialisation comme étant « *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* »¹⁶⁹.

¹⁶⁷ Article 8 du nouveau règlement.

¹⁶⁸ 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 », juin 2019, p. 3, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

¹⁶⁹ Article 4, a), x) de la directive AIFM.

La directive OPCVM ne propose, quant à elle, aucune définition de la « commercialisation »¹⁷⁰.

La définition de l'activité de commercialisation est ainsi multiple pour les OPCVM. Il appartient à chaque Etat membre de déterminer les activités qui constituent, sur leur territoire, des activités de commercialisation qui engendrent les obligations de notification aux autorités compétentes des Etats membres, telles que prévues par la réglementation OPCVM¹⁷¹.

A nouveau, à titre d'illustration, l'AMF considère que « *l'acte de commercialisation de parts ou actions d'OPCVM consiste, pour un prestataire de services d'investissement, un conseiller en investissement financiers ou un démarcheur bancaire ou financier, à prendre l'initiative de présenter par différentes voies un instrument financier en vue d'inciter un client ou un prospect à y souscrire ou à l'acheter* »¹⁷². La CSSF et la FSMA ne proposent pas de définition de la commercialisation d'OPCVM.

Cette notion de commercialisation d'OPCVM suscite, dès lors, de nombreuses discussions dans les Etats membres¹⁷³. En outre, certaines activités sont considérées comme étant une activité de commercialisation dans un Etat membre tandis que ce ne sera pas forcément le cas dans un autre Etat.

Il est regrettable à un stade précoce du processus de distribution de rencontrer une telle complexité et de ne pas trouver de cadre européen applicable pour délimiter la notion d'acte de commercialisation.

Ceci nous amène au sujet de la prochaine section consacrée à la pré-commercialisation. En effet, toute activité qui n'est pas considérée comme une activité de commercialisation, relève de la pré-commercialisation. Cette notion connaît de nouveaux développements importants à l'échelle européenne.

¹⁷⁰ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p.674.

¹⁷¹ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 675 ; voir aussi à ce sujet E. DESSY, « La commercialisation d'organismes de placement collectif alternatifs en Belgique », *D.B.F.*, 2014/4, p. 203.

¹⁷² Position de l'AMF, « Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA et autres fonds d'investissement en France », DOC-2014-04, 30 avril 2014 (modifiée le 26 juin 2018), p. 3, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

¹⁷³ Voir sur le sujet, I. RIASSETTO, M. STORCK, « La notion de commercialisation de parts d'OPC », *Revue de droit bancaire et financier*, Lexis Nexis, janvier-février 2015, p.39.

Section 2 : La pré-commercialisation

§1. Le régime actuel (applicable jusqu'au 2 août 2021)

Le lancement d'un fonds peut être entouré d'incertitudes, c'est pourquoi les professionnels souhaitent parfois sonder le marché avant de lancer un produit. Ils échangent avec des investisseurs potentiels, testent certaines stratégies d'investissements et autres idées pour évaluer comment le fonds sera reçu sur le marché et cela, avant même la constitution du fonds¹⁷⁴.

Ce sont tous ces échanges qui sont généralement visés par le terme de « pré-commercialisation ».

Jusqu'à l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation européenne (soit jusqu'en août 2021), il est complexe de fournir une définition complète et précise de la pré-commercialisation en Europe. Il est également difficile d'en déterminer le régime. La question de savoir si la pré-commercialisation est autorisée ou non et à quelles conditions ne reçoit pas, en effet, à l'heure actuelle, une réponse identique dans les différents Etats membres.

Le problème vient de ce que les différents échanges avec des investisseurs potentiels, qui ont lieu durant la période qui précède la création d'un fonds, peuvent être qualifiés, selon certains Etats membres, d'opérations de commercialisation qui doivent alors répondre aux conditions strictes prévues par les directives OPCVM et AIFM.

Comme l'AMF l'a souligné, le produit n'étant pas encore lancé sur le marché, cette qualification d'acte de commercialisation peut cependant s'avérer peu adaptée au stade de développement de celui-ci¹⁷⁵.

Certains pays font référence à la notion de « pré-commercialisation » dans l'arsenal réglementaire de leur autorité de surveillance¹⁷⁶.

¹⁷⁴ Communiqué de presse AMF, "L'Autorité des marchés financiers introduit en France le concept de "pré-commercialisation" des fonds", 4 juillet 2016, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

¹⁷⁵ Communiqué de presse AMF, *op.cit.*, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

¹⁷⁶ Communiqué de presse AMF, *op.cit.*, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

En France, par exemple, il est expressément prévu que *« la pratique consistant pour des sociétés de gestion ou des tiers agissant pour leur compte à se rapprocher de 50 investisseurs professionnels au plus et s'il n'y a pas de remise d'un bulletin de souscription ou d'une documentation présentant une information définitive sur les caractéristiques du fonds à lancer, n'est pas constitutive d'un acte de commercialisation »*¹⁷⁷.

Au Luxembourg, la CSSF précise également, dans le domaine des FIA, que la présentation d'ébauches de documents relatifs à un FIA par son gestionnaire à des investisseurs potentiels ne constitue pas une activité de commercialisation à la condition que cette ébauche de documents ne puisse être utilisée par l'investisseur potentiel pour formellement souscrire ou s'engager à souscrire des parts ou action du FIA¹⁷⁸.

En Belgique, la FSMA est silencieuse à ce sujet.

§2. La nouvelle réglementation européenne (applicable à partir du 2 août 2021)

Ces divergences et les incertitudes qu'elles engendrent vont disparaître avec l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation européenne, du moins dans le domaine des FIA.

La nouvelle réglementation européenne apporte, en effet, une amélioration notable en proposant, pour les gestionnaires de FIA, une définition de la pré-commercialisation et en instaurant un nouveau régime à l'échelle communautaire.

La notion de pré-commercialisation est définie comme étant : *« la fourniture d'informations ou la communication directe ou indirecte, sur des stratégies d'investissement ou des idées d'investissement par un gestionnaire établi dans l'Union, ou pour son compte, à des investisseurs professionnels potentiels domiciliés ou ayant leur siège statutaire dans l'Union afin d'évaluer l'intérêt de ces derniers pour un FIA ou un compartiment qui n'est pas encore établi ou qui est établi mais qui n'est pas encore notifié en vue de sa commercialisation conformément à l'article 31 ou l'article 32, dans l'Etat membre où les investisseurs potentiels*

¹⁷⁷ Communiqué de presse AMF, *op.cit.*, voir <https://amf-france.org> (consulté le 15 juillet 2019).

¹⁷⁸ CSSF, « FAQ concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) n°231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision », version 13, 11 avril 2019, p. 45.

sont domiciliés ou ont leur siège statutaire, et qui, en tout état de cause, n'équivaut pas à un placement auprès de l'investisseur potentiel ou à une offre d'investissement dans des parts ou actions de ce FIA ou de ce compartiment »¹⁷⁹.

Les conditions de qualification de pré-commercialisation par un gestionnaire établi dans l'Union sont également insérées dans la directive AIFM¹⁸⁰.

D'abord et avant tout, les Etats membres doivent s'assurer que le gestionnaire de FIA peut entreprendre des activités de pré-commercialisation dans l'Union. Si les informations présentées aux investisseurs professionnels potentiels sont suffisantes pour leur permettre de s'engager à acquérir des parts ou actions d'un FIA ou si elles équivalent à des formulaires de souscription ou à des documents similaires (que ce soit sous forme de projet ou sous forme définitive), ou encore si elles équivalent à des actes constitutifs, à un prospectus ou à des documents d'offre d'un FIA non encore établi sous une forme définitive, elles ne seront pas considérées comme du pré-marketing¹⁸¹.

Si un projet de prospectus ou de document d'offre est fourni, pour que l'on parle de pré-commercialisation, il ne doit pas contenir suffisamment d'informations pour permettre aux investisseurs de prendre une décision d'investissement et doit clairement indiquer qu'il ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire des parts ou des actions d'un FIA et que les informations présentées ne sont pas fiables car incomplètes et susceptibles d'être modifiées¹⁸².

Dans ce contexte, les Etats membres font en sorte qu'il n'y ait pas d'obligation pour le gestionnaire établi dans l'Union qui souhaite commencer des activités de pré-marketing, de notifier le contenu ou les destinataires de la pré-commercialisation aux autorités compétentes ou de remplir des conditions ou exigences autres que celles définies ci-avant¹⁸³.

¹⁷⁹ Article 2, 1) de la nouvelle directive.

¹⁸⁰ Dans un nouvel article 30 bis (article 2, 2) de la directive 2019/1160); à noter que les activités de pré-commercialisation ne peuvent être exercées par un tiers pour le compte d'un gestionnaire agréé établi dans l'Union que s'il répond lui-même à un certain profil déterminé par le nouvel article de la directive et que s'il respecte les conditions de pré-commercialisation nouvellement prévues (article 30 bis, point 3 de la directive AIFM, telle que modifiée).

¹⁸¹ Article 30 bis, point 1, alinéa 1er de la directive AIFM, telle que modifiée par la nouvelle directive.

¹⁸² Article 30 bis, point 1, alinéa 2 de la directive AIFM, telle que modifiée par la nouvelle directive.

¹⁸³ Article 30 bis, point 1, alinéa 3 de la directive AIFM, telle que modifiée par la nouvelle directive.

Les gestionnaires, quant à eux, veillent à ce que les investisseurs n'acquièrent pas de parts ou actions d'un FIA dans le contexte de la pré-commercialisation et qu'ils ne puissent acquérir des parts ou actions que par le biais de la commercialisation autorisée conformément à la procédure de notification prévue par la directive AIFM¹⁸⁴. Ils veillent à ce que la pré-commercialisation soit documentée de manière adéquate¹⁸⁵.

Il faut préciser que si des investisseurs professionnels souscrivent des parts ou actions d'un FIA visé par les informations fournies dans le cadre d'une pré-commercialisation ou d'un FIA qui a été établi en conséquence de cette dernière et ce, dans les 18 mois qui suivent le début de la pré-commercialisation par le gestionnaire, la souscription en question sera considérée comme résultant d'une commercialisation et sera, dès lors, soumise aux procédures de notification prévues par la directive AIFM¹⁸⁶.

Dans les deux semaines après le début de la commercialisation, le gestionnaire envoie un courrier informel, sur support papier ou par voie électronique, aux autorités compétentes de son Etat membre d'origine. Ce courrier doit préciser les Etats membres dans lesquels la pré-commercialisation a lieu, la période de pré-commercialisation et doit contenir aussi une brève description des activités de pré-commercialisation, comprenant des informations sur les stratégies d'investissement présentées et, le cas échéant, une liste des FIA et compartiments qui font l'objet de la pré-commercialisation¹⁸⁷.

Les autorités compétentes des Etats membres dans lesquels le gestionnaire entreprend des activités de pré-commercialisation sont rapidement prévenues par les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire. Elles peuvent demander aux autorités compétentes de l'Etat membre d'origine du gestionnaire des informations complémentaires sur la pré-commercialisation passée ou en cours sur son territoire¹⁸⁸.

On le voit si la pré-commercialisation est autorisée expressément pour les FIA, elle est toutefois réglementée, de manière très stricte, au niveau européen.

¹⁸⁴ Article 30 bis, point 2, alinéa 1 de la directive AIFM telle que modifiée par la nouvelle directive.

¹⁸⁵ Article 30 bis, point 4 de la directive AIFM telle que modifiée par la nouvelle directive.

¹⁸⁶ Article 30 bis, point 2, alinéa 2 de la directive AIFM telle que modifiée par la nouvelle directive.

¹⁸⁷ Article 30 bis, point 2, alinéa 3 de la directive AIFM telle que modifiée par la nouvelle directive.

¹⁸⁸ Article 30 bis, point 2, alinéa 3 de la directive AIFM telle que modifiée par la nouvelle directive.

L'effort d'harmonisation du législateur européen ne peut que clarifier le travail des praticiens lors de l'élaboration de leur stratégie de distribution.

Il est seulement regrettable qu'une même définition ne soit pas prévue pour la pré-commercialisation des OPCVM qui sera toujours régie par les différents droits nationaux.

Section 3 : La sollicitation passive

A l'instar de la pré-commercialisation, la sollicitation passive, en anglais « reverse solicitation », est, à l'heure actuelle, une notion définie localement par les droits nationaux des Etats membres. Elle constitue ou non une activité de commercialisation.

A titre d'illustration, la CSSF considère que, dans le contexte des FIA, la sollicitation passive consiste à fournir des informations concernant un FIA et à rendre des parts ou action de ce FIA disponible à l'achat pour un investisseur potentiel suite à l'initiative de cet investisseur (ou un agent de ce dernier) sans que le FIA ou son gestionnaire (ou un intermédiaire agissant en son nom) ne l'ait sollicité à ce sujet auparavant¹⁸⁹.

La CSSF exige la réunion de plusieurs éléments pour que l'on puisse parler de « reverse solicitation » : (i) l'investisseur doit avoir approché le FIA ou son gestionnaire de sa propre initiative avec l'intention d'investir (ou, initialement, de recevoir des informations à son sujet) dans le FIA et (ii) ni le FIA, ni son gestionnaire (ou aucun intermédiaire agissant en leur nom) ne doivent avoir sollicité l'investisseur pour investir dans le FIA en question¹⁹⁰.

Si ces conditions sont réunies, la CSSF considère que la « reverse solicitation » ne constitue pas une activité de commercialisation au sens de la réglementation AIFM¹⁹¹.

¹⁸⁹ CSSF, « FAQ concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) n°231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision », *op.cit.*, p. 46.

¹⁹⁰ CSSF, « FAQ concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) n°231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision », *op.cit.*, p. 46.

¹⁹¹ CSSF, « FAQ concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) n°231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision », *op.cit.*, p. 46.

Comme c'est le cas chaque fois qu'il n'y a pas d'harmonisation au niveau européen, le régime de la sollicitation passive, variable d'un Etat membre à l'autre, engendre une certaine insécurité juridique.

Il est assez rare, en pratique, que la situation soit tranchée et qu'un investisseur vienne de sa propre initiative sans jamais avoir eu aucun contact avec le fonds ou son gestionnaire au préalable.

Des tas de scénarios variables sont possibles et il appartiendra au FIA ou à son gestionnaire de prouver qu'il n'a eu aucun contact avec un investisseur si les règles relatives à la commercialisation n'ont pas été respectées. A défaut de pouvoir apporter ces preuves, de lourdes sanctions peuvent être prises par le régulateur local¹⁹².

Partie III : Les règles de publicités des OPCVM et des FIA

Comme brièvement évoqué ci-avant, la société de gestion et le gestionnaire de FIA doivent publier pour le fonds d'investissement qu'ils gèrent un prospectus et des rapports financiers périodiques ainsi que certaines informations clés pour l'investisseur¹⁹³. Le contenu exact de ces documents et informations est réglementé au niveau européen¹⁹⁴.

La raison d'être de cette obligation de publication est de permettre aux investisseurs non-initiés de disposer des renseignements nécessaires pour qu'ils puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé et notamment les risques inhérents à celui-ci.

Cette publication n'est évidemment pas suffisante pour assurer, lors de la commercialisation du fonds d'investissement, l'activité promotionnelle de ce dernier. Il faut recourir à des

¹⁹² Articles 98 et 46 de la directive OPCVM et AIFM.

¹⁹³ Articles 68 et 78 de la directive OPCVM ; articles 22 et 23 de la directive AIFM.

¹⁹⁴ Articles 69 à 75 et 78 à 82 de la directive OPCVM ; articles 22 et 23 de la directive AIFM.

moyens publicitaires pour viser un public important et augmenter la cible des investisseurs potentiels¹⁹⁵.

Par moyens publicitaires, on pense aux publicités effectuées dans la presse écrite, à la radio, à la télévision ou dans des dépliants largement distribués¹⁹⁶, ou le recours à des intermédiaires financiers ou des démarcheurs¹⁹⁷.

La directive OPCVM prévoit expressément que toutes les communications publicitaires destinées aux investisseurs doivent être clairement identifiables en tant que telles, qu'elles doivent être correctes, claires et non trompeuses et ne doivent pas contredire ou atténuer les informations contenues dans le prospectus ou les informations clés données aux investisseurs. Elles doivent aussi préciser l'existence, l'endroit où trouver le prospectus et les informations clés aux investisseurs ainsi que la manière de trouver ces documents¹⁹⁸.

Pour le reste, les communications publicitaires sont soumises au droit de l'Etat membre dans lequel elles sont effectuées.

A nouveau, ce point, à l'heure actuelle, ne manque pas de susciter des difficultés pratiques.

La nouvelle réglementation européenne a dès lors prévu des règles uniformes concernant les communications publicitaires adressées aux investisseurs. Ces règles s'appliquent aux gestionnaires de FIA et d'OPCVM¹⁹⁹.

Le législateur européen considère en effet que, pour améliorer la protection des investisseurs, les communications publicitaires se doivent d'être identifiables en tant que telles et doivent décrire, de manière identique, les risques et les avantages inhérents à l'achat de parts ou

¹⁹⁵ Voir brièvement sur le sujet, C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 70.

¹⁹⁶ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 74.

¹⁹⁷ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, op.cit., p. 74 ; Circulaire CSSF 03/88, section III, 2.

¹⁹⁸ Article 77 de la directive OPCVM.

¹⁹⁹ Article 2 du nouveau règlement.

d'actions de FIA ou d'OPCVM. Elles doivent, en outre, présenter des informations d'une manière correcte, claire et non trompeuse²⁰⁰.

Pour accroître la transparence, il prévoit que les autorités compétentes des Etats membres doivent publier sur leur site internet, dans au minimum une langue communément utilisée dans la sphère financière internationale, avec leur résumé non officiel, les informations sur les lois, réglementations et dispositions administratives nationales applicables aux communications publicitaires. Cette mesure permet d'obtenir ainsi un aperçu général des dispositions nationales²⁰¹.

L'AEMF crée, pour sa part, une base de données centrale contenant les résumés de ces exigences nationales (et des hyperliens menant aux informations publiées sur les sites internet des autorités compétentes)²⁰².

Parallèlement, les autorités compétentes peuvent imposer la notification préalable des communications publicitaires en vue de vérifier ex-ante la conformité de celles-ci avec les nouvelles dispositions européennes et les autres exigences nationales applicables. Elles peuvent également vérifier les communications publicitaires a posteriori²⁰³.

Les autorités compétentes communiquent à l'AEMF (qui rédige, tous les deux ans, un rapport) les résultats de ces vérifications, les demandes de modifications et les sanctions éventuellement imposées aux gestionnaires de fonds d'investissement²⁰⁴.

Le législateur européen a expressément précisé que l'exigence de notification préalable des communications publicitaires ne constitue pas une condition préalable à la commercialisation des fonds d'investissement et ne fait pas partie de la procédure de notification de commercialisation, ceci en conformité avec les textes des directives OPCVM et AIFM²⁰⁵.

Partie IV : La supervision de la fonction de distribution

²⁰⁰ Considérant 2 du nouveau règlement ; article 4 du nouveau règlement.

²⁰¹ Considérant 4 du nouveau règlement ; article 5 et 6 du nouveau règlement

²⁰² Considérant 4 du nouveau règlement ; articles 5 et 6 du nouveau règlement.

²⁰³ Considérants 6 et 7 du nouveau règlement ; Articles 7 et 8 du nouveau règlement.

²⁰⁴ Considérants 6 et 7 du nouveau règlement ; Articles 7 et 8 du nouveau règlement.

²⁰⁵ Article 7, point 1, § 2 du nouveau règlement.

En vertu des dispositions des directives OPCVM et AIFM, les autorités de surveillance, désignées par les Etats membres (par exemple, la CSSF, l'AMF, la FSMA) sont investies des pouvoirs de surveillance du respect des dispositions européennes et doivent prévoir des mesures appropriées pour contrôler les OPCVM et les gestionnaires de FIA²⁰⁶.

A titre d'illustration, nous allons examiner les règles de surveillance très précises concernant l'agrément et l'organisation des gestionnaires de fonds d'investissement de droit luxembourgeois, publiées récemment, au Luxembourg, par la CSSF²⁰⁷.

La CSSF impose, en effet, aux gestionnaires d'OPCVM ou de FIA de respecter des exigences organisationnelles spécifiques lorsqu'ils exercent leurs fonctions de gestion²⁰⁸. L'autorité de surveillance luxembourgeoise envisage bien évidemment l'autorisation pour un gestionnaire de déléguer à des tiers l'exercice, pour son propre compte, d'une de ses fonctions de gestion collective et en conséquence, de la fonction de distribution²⁰⁹.

A l'instar des réglementations européennes, elle considère, dans cette hypothèse, que le fait que le gestionnaire a délégué ses fonctions à un tiers n'a pas d'incidence sur sa responsabilité²¹⁰. La CSSF précise aussi que, dans l'hypothèse d'une délégation, le gestionnaire doit impérativement assurer le suivi et le contrôle des fonctions déléguées²¹¹.

Lorsque le gestionnaire délègue la fonction de commercialisation, la CSSF ne prévoit pas qu'il a une obligation de notification (contrairement à l'hypothèse où il délègue les fonctions de gestion de portefeuille, de gestion des risques, d'administration et d'évaluation)²¹².

Toutefois, un contrat écrit doit être conclu entre le gestionnaire et le distributeur. Ce contrat doit définir clairement les droits et obligations de chaque partie et être rédigé de façon telle que le gestionnaire doit, à tout moment, pouvoir donner au distributeur des instructions supplémentaires, lui retirer son mandat si l'intérêt des investisseurs le justifie, avoir accès à la

²⁰⁶ Articles 97 et suivants de la directive OPCVM et articles 44 et suivants de la directive AIFM.

²⁰⁷ Circulaire CSSF 18/698.

²⁰⁸ Circulaire CSSF 18/698.

²⁰⁹ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, et plus précisément sous-chapitre 6.2.

²¹⁰ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, 416.

²¹¹ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, 417.

²¹² Circulaire CSSF 18/698, section 6.2.1.

documentation relative aux opérations effectuées et procéder à une visite sur site pour pouvoir établir une *due diligence* sur le distributeur²¹³.

En effet, la CSSF impose que tout recours à un délégataire soit précédé d'une *due diligence* initiale écrite, réalisée par le gestionnaire sur le tiers²¹⁴. Le gestionnaire doit également réaliser des *due diligence* périodiques sur le distributeur²¹⁵.

Le gestionnaire doit identifier et évaluer les risques de la délégation. La CSSF parle notamment des risques légaux et de réputation. Conformément à ce que les réglementations européennes prévoient et qui a déjà été développé ci-avant, le gestionnaire doit, dans les faits, s'assurer que son distributeur est qualifié et capable d'exercer sa fonction de distribution dans le respect des obligations légales et réglementaires. Le distributeur doit pouvoir prouver au gestionnaire qu'il possède les ressources humaines et techniques nécessaires pour pouvoir assurer correctement sa fonction de distribution²¹⁶.

La CSSF liste une série d'éléments précis que le gestionnaire doit, à tout le moins, prendre en compte lorsqu'il évalue les risques de la délégation et qu'il apprécie la qualité du distributeur²¹⁷.

Le gestionnaire, lorsqu'il organise la fonction de commercialisation, et même s'il la délègue, doit mettre en place des procédures et dispositifs qui lui permettent de s'assurer que la commercialisation s'effectue en conformité avec les dispositions légales et réglementaires. La CSSF précise que la procédure mise en place par le gestionnaire doit lui permettre de vérifier que les *due diligences* ont bien été réalisées et que l'obligation de suivi continu du délégataire est remplie.

A ce propos, le texte de la circulaire²¹⁸ parle « de suivi continu des intermédiaires qui assurent la commercialisation et avec lesquels le gestionnaire est en relation directe »²¹⁹.

²¹³ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, sous-chapitre 6.2., section 6.2.2.

²¹⁴ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, sous-chapitre 6.2, section 6.2.3. et circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, sous-chapitre 6.2, section 6.2.3.3.

²¹⁵ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, sous-chapitre 6.2, sous-section 6.2.3.2.

²¹⁶ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, sous-chapitre 6.2, sous-section 6.2.3.3.

²¹⁷ Circulaire CSSF 18/698, chapitre 6, sous-chapitre 6.2, sous-section 6.2.3.3., point 460.

²¹⁸ Circulaire CSSF 18/698, sous-chapitre 6.5, point 519.

²¹⁹ Le terme est souligné pour les besoins de l'exposé.

Cette précision donnée par le texte de la circulaire est-elle volontaire et signifie-t-elle que si le distributeur n'a pas été désigné par le gestionnaire mais directement par le fonds d'investissement lui-même, le gestionnaire ne doit pas contrôler de manière continue le distributeur ? Nous reviendrons sur cette problématique de la délégation de la fonction de distribution par le fonds d'investissement et non par le gestionnaire dans la partie consacrée à la responsabilité.

La CSSF va très loin dans son obligation de suivi continu car elle indique que le gestionnaire doit, notamment, répertorier les pays de commercialisation, assurer le suivi des incidents en matière de commercialisation. Par exemple, il doit relayer le non-respect éventuel des dispositions légales et réglementaires en vigueur dans les pays de commercialisation²²⁰.

On le voit la tâche de surveillance de la fonction de distribution s'avère, pour le gestionnaire, une lourde tâche, qui nécessite des ressources humaines et du temps.

Les firmes de conseil, les cabinets d'avocat offrent, notamment, des services aux gestionnaires de fonds pour les aider à accomplir cette tâche de surveillance et leur fournissent, s'ils le souhaitent, des questionnaires à remplir par leur distributeur pour obtenir les différents éléments que doivent contenir les *due diligences*, dont question ci-avant.

Partie V : La responsabilité civile du distributeur

La présente partie sera consacrée à examiner le régime de responsabilité civile qui s'applique au distributeur d'OPCVM ou de FIA de l'Union européenne²²¹.

Comme indiqué, le schéma classique rencontré dans la pratique, montre que le fonds d'investissement (OPCVM ou FIA) nomme très souvent un gestionnaire externe pour assurer sa gestion et que ce dernier décide de confier la fonction de distribution à un tiers spécialisé dans cette mission. Il se peut également que le fonds d'investissement confie directement la fonction de distribution à un distributeur. Ces structures de distribution seront donc notre hypothèse de réflexion.

²²⁰ Circulaire CSSF 18/698, sous-chapitre 6.5, point 522.

²²¹ La responsabilité pénale et les éventuelles sanctions administratives applicables ne seront pas examinées dans le présent travail.

Il importe de souligner que certaines interrogations relatives à la responsabilité civile du distributeur ne reçoivent pas de réponse évidente à la lecture des textes en vigueur, parce qu'il n'existe pas de dispositions spécifiques à ce sujet, que les dispositions existantes auxquelles se référer sont ambiguës ou peu détaillées et que la jurisprudence en la matière, au niveau des Etats membres ou au niveau communautaire, est absente. Nous nous sommes donc tournés vers le droit des obligations et les notions générales du droit pour proposer des réponses aux questions posées.

La première question préliminaire à se poser est celle de savoir si la nomination d'un distributeur par le fonds d'investissement ou le gestionnaire de l'OPCVM ou de l'AIF constitue bien une délégation (ou une sous-délégation) au sens des réglementations OPCVM et AIFM.

Le législateur européen n'a pas défini le terme « délégation ». Il a uniquement posé, en cette matière, des conditions strictes de validité²²².

On peut considérer que la délégation est une opération juridique impliquant trois personnes : le délégant (dans notre hypothèse, le gestionnaire) qui initie l'opération et confie la réalisation, totale ou partielle, d'une opération dont il est débiteur (dans notre hypothèse, la fonction de distribution), à un délégué (dans notre hypothèse, le distributeur). Par son acceptation, ce dernier devient alors le deuxième débiteur du créancier de la réalisation de l'opération (dans notre hypothèse, le fonds d'investissement)²²³.

Lorsque c'est la société de gestion de l'OPCVM ou le gestionnaire du FIA qui confie à une tierce personne la fonction de distribution (qui est, pour rappel, une facette de la fonction de gestion²²⁴), pour son compte, il réalise clairement une délégation (ou une sous-délégation) qui est soumise aux conditions posées par le législateur européen en matière d'OPCVM et d'AIF

²²² X. LE SOURNE, O. GASTON-BRAUD, « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale », *op.cit.*, p. 2748.

²²³ X. LE SOURNE, O. GASTON-BRAUD, « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale », *op. cit.*, pp. 2745-2748.

²²⁴ Annexe II de la directive OPCVM et annexe I de la directive AIFM.

(en ce compris, nous y reviendrons, aux conditions de responsabilité selon lesquelles il ne peut échapper à sa responsabilité en cas de faute avérée du distributeur)²²⁵.

On peut se poser la question de savoir s'il en va de même lorsque c'est le fonds d'investissement lui-même qui confie directement la fonction de distribution à un distributeur (la société de gestion ou le gestionnaire du FIA n'étant donc pas responsable de cette fonction de distribution).

La lecture stricte des articles 13 de la directive OPCVM et 20 de la directive AIFM pourrait, en effet, nous mener à une autre conclusion. On pourrait considérer que ces articles traitant de la délégation ne sont pas applicables dans cette hypothèse.

En effet, l'article 13 de la directive OPCVM prévoit que « *lorsque le droit de l'Etat membre de la société de gestion autorise les sociétés de gestion²²⁶ à déléguer à des tiers, (...), l'exercice, pour leur compte, d'une ou plusieurs de leurs fonctions, l'ensemble des conditions préalables suivantes doivent être remplies* » et l'article 20 de la directive AIFM prévoit, dans le même esprit, que « *les gestionnaires²²⁷ qui prévoient de déléguer à des tiers l'exécution de fonctions, pour leur compte, notifient les autorités compétentes de leur état membre d'origine avant que les dispositions de la délégation ne prennent effet* ».

Tel qu'ils sont rédigés, et si on s'en tient à une interprétation stricte, ces articles ne visent pas le fonds d'investissement (OPCVM/FIA) ni la délégation directe d'une fonction par ce dernier.

En conséquence, on pourrait avancer que les conditions de délégation et de responsabilité prévues par les articles 13 et 20 des réglementations européennes ne devraient pas être respectées dans cette hypothèse.

L'AEMF, silencieuse sur ce sujet dans le contexte des OPCVM, semble pourtant aller dans une autre direction en matière de FIA. Elle ne semble pas distinguer les deux situations.

²²⁵ Articles 13 de la directive OPCVM et 20 de la directive AIFM.

²²⁶ Le terme est souligné pour les besoins de l'exposé.

²²⁷ Le terme est souligné pour les besoins de l'exposé.

Elle considère que même si le GFIA n'exerce pas toutes les fonctions visées à l'annexe I de la directive AIFM, les fonctions qu'il n'exerce pas doivent être considérées comme ayant été déléguées par le GFIA. Pour l'AEMF, « *the AIFM should be responsible for the activities carried out by the delegated entity in relation to the functions set out under Annex I of the AIFMD, in compliance with both the rules on liability in case of delegation set out under article 20(3) of the AIFMD and the principle expressed under article 5(1) if the Directive according to which the single AIFM appointed for an AIF is responsible for the compliance with the AIFMD* »²²⁸. En d'autres termes, le GFIA ne serait pas dégagé de sa responsabilité d'assurer la conformité de l'exercice de ces fonctions à la directive AIFM.

Cette interprétation de l'AEMF va loin, trop loin pourrait-on sans doute argumenter. Elle ne tient pas compte du fait que le GFIA se trouve alors responsable d'un distributeur qu'il n'a pas choisi lui-même.

Le « Securities and Markets stakeholder group » n'a d'ailleurs pas manqué de critiquer cette position de l'AEMF en relevant que « *just because an AIFM itself does not perform certain of the functions in paragraph 2 of the Annex I of the AIFMD, it does not automatically imply that they should be considered as delegated as these are not mandatory functions to be performed by an AIFM nor are they functions for which an AIFM needs to have responsibility* »²²⁹. Ainsi, ce groupe considère qu'il n'y a pas automatiquement délégation et que le GFIA ne devrait pas automatiquement être considéré comme responsable quand une des fonctions n'est pas exercée par lui.

Les conditions de validité de la délégation (et de la sous-délégation) ont déjà été abordées dans le présent travail. Pour rappel, en substance et dans les grandes lignes, les autorités compétentes ainsi que les investisseurs doivent être informés de la structure de la délégation, le gestionnaire de l'OPCVM ou de l'AIF doit prouver que le distributeur qu'il a désigné est capable et qualifié et a des ressources suffisantes pour exécuter la fonction de distribution. La délégation ne doit pas empêcher le gestionnaire d'agir, ou le fonds d'investissement d'être géré, au mieux des intérêts des investisseurs. En outre, le gestionnaire doit contrôler la

²²⁸ AEMF, Discussion Paper, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23 février 2012, ESMA/2012/117, point 10, p. 7.

²²⁹ AEMF, Securities and markets stakeholder group, 26 avril 2012, ESMA/2012/SMSG/30, point 4.

fonction de distribution qu'il a déléguée et doit pouvoir y mettre fin à tout moment si c'est dans l'intérêt des investisseurs²³⁰.

En cas de délégation (ou de sous-délégation), les directives OPCVM et AIFM prévoient expressément que la délégation (ou la sous-délégation) n'a pas d'incidence sur la responsabilité de la société de gestion ou du gestionnaire²³¹.

La réglementation européenne semble ainsi mettre en place un véritable système de responsabilité pour autrui selon lequel la société de gestion et le gestionnaire de FIA sont entièrement responsables des actes posés par le distributeur à qui ils ont délégué la fonction de distribution (ou auquel le fonds d'investissement a délégué la fonction de distribution).

Les réglementations européennes sont cependant muettes sur les sanctions qui s'appliquent lorsque la responsabilité civile du gestionnaire pourrait être engagée²³². En effet, si le législateur européen a prévu, dans une certaine mesure, des sanctions lorsque la responsabilité du dépositaire de l'OPCVM ou du FIA est engagée²³³, il n'a pas mis en place un régime général européen autonome de responsabilité pour la société de gestion d'un OPCVM ou pour le gestionnaire de FIA. Il n'y a aucun texte qui prévoit, même de façon générale, les sanctions applicables lorsqu'il y a une violation des devoirs et d'obligations de ces derniers ou des devoirs et obligations des acteurs à qui ils ont délégué certaines fonctions.

En l'absence de réglementation européenne spécifique, il nous semble raisonnable de penser que c'est le droit national des Etats membres qui doit être appliqué et doit déterminer l'étendue et les conditions de mise en œuvre de la responsabilité du gestionnaire²³⁴.

A nouveau, cette nécessaire référence à un régime national de responsabilité civile ne facilite pas la tâche des praticiens et des acteurs du monde des fonds d'investissement, particulièrement lorsqu'il s'agit d'évaluer les risques juridiques et économiques lors d'une mise en cause éventuelle de la responsabilité.

²³⁰ Articles 13 de la directive OPCVM et 20 de la directive AIFM.

²³¹ Articles 13 de la directive OPCVM et 20 de la directive AIFM.

²³² Voir notamment à ce sujet, T. ALABASTER et G. FALEIRO, « If it looks like a fund, if it sounds like a fund...an analysis of the definition of an AIF, exemptions and consequences in the non-traditional alternative investment space », *op.cit.*, p. 38.

²³³ Articles 24 de la directive OPCVM et 21 de la directive AIFM.

²³⁴ Voir en ce sens ERNST & YOUNG, *Investment Funds in Luxembourg, a technical guide*, Septembre 2017, pp. 143 et suivantes.

Nous pensons que, lors de l'application d'un régime national de responsabilité civile, les règles et principes contenus dans la réglementation européenne OPCVM et AIFM ne manqueront pas d'interférer dans l'appréciation de la responsabilité du gestionnaire.

Pour rappel, par application des règles de droit commun de responsabilité civile, la responsabilité contractuelle du gestionnaire, et l'obligation de réparation qui en découle, n'est engagée que si trois conditions sont remplies : il faut (i) un fait générateur (la faute du débiteur ou d'une personne dont il doit répondre), (ii) un dommage et (iii) un lien causal entre ce fait et un dommage²³⁵.

Lors de l'appréciation de la faute, lorsque le juge national doit établir les comportements par rapport auxquels il doit estimer si le gestionnaire a correctement rempli ses devoirs et obligations, il peut tenir compte, selon nous, du contenu des articles 13 et 20 des réglementations OPCVM ou AIFM.

Par exemple, le juge peut vérifier, en cas de délégation de la fonction de distribution d'un OPCVM, que les personnes qui dirigent l'activité de la société de gestion OPCVM ont mis en place des mesures qui leur permettent de contrôler effectivement, à tout moment, l'activité du distributeur, qu'elles n'ont pas manqué de donner des instructions supplémentaires au distributeur pour qu'il effectue légalement sa mission, ou encore que la société de gestion OPCVM a choisi, avec pertinence, le distributeur (qui doit être qualifié et capable d'exercer la fonction de distribution qui lui a été déléguée)²³⁶. Dans l'hypothèse de la délégation de la fonction de distribution d'un FIA, le juge peut se demander si le gestionnaire a été diligent dans le choix de son distributeur et s'il a sélectionné une personne honorable, possédant une expérience suffisante et disposant des ressources nécessaires pour exécuter la tâche de distribution, s'il a suivi, de manière efficace et à tout moment, la tâche déléguée²³⁷.

²³⁵ P. WERY, *Droit des obligations - Théorie générale du contrat*, volume 1, 2^{ème} édition, Bruxelles, p. 512.

²³⁶ Selon les termes de l'article 13 de la directive OPCVM.

²³⁷ Selon les termes de l'article 20 de la directive AIFM.

De manière générale, il est important de souligner que la réglementation AIFM prévoit que le gestionnaire, éventuellement même en cas de délégation, reste responsable de veiller au respect de la directive AIFM²³⁸.

Cette obligation implique, nous semble-t-il, qu'il doit seulement s'assurer que la fonction de distribution est exercée en conformité avec les exigences posées par la réglementation AIFM, c'est-à-dire, par exemple, que le FIA n'est distribué qu'à des investisseurs professionnels ou que la documentation et les informations à fournir pour une commercialisation sont exactes et complètes, ou encore que les investisseurs sont traités de manière équitable²³⁹.

Comme la société de gestion de l'OPCVM et le gestionnaire de FIA sont tenus de la faute du distributeur, le juge vérifie aussi si ce dernier n'a pas commis de faute.

Comme indiqué précédemment, le distributeur ne manque pas d'occasion d'être en violation avec les dispositions légales qui lui sont applicables. Il est confronté, outre aux réglementations européennes, à une multitude de devoirs et d'obligations issus des droits nationaux lors de la commercialisation de fonds d'investissement.

Il faut, dès lors, se demander si la société de gestion d'OPCVM et le gestionnaire de FIA seront tenus responsables pour toutes les fautes ou violations légales commises par le distributeur.

Si on peut comprendre qu'ils soient tenus responsables pour les violations du distributeur aux dispositions des réglementations OPCVM et AIFM, on peut légitimement se demander s'ils doivent encourir une responsabilité au-delà du respect de ces réglementations. En d'autres termes, on peut débattre du fait que la société de gestion de l'OPCVM ou le gestionnaire de FIA soient responsables de la violation par le distributeur des règles de droit national relatives à la distribution des Etats dans lesquels les titres du fonds d'investissement sont commercialisés.

²³⁸ Article 5 et considérant 11 de la directive AIFM.

²³⁹ Voir annexes III et IV de la directive AIFM, article 12 1) f) de la directive AIFM.

En toute hypothèse, la société de gestion d'OPCVM et le gestionnaire de FIA ne devraient pas, à notre sens, être tenus pour responsable s'ils prouvent qu'ils ont attiré l'attention du distributeur sur les règles à respecter.

Il leur serait, en conséquence, utile, de se ménager des preuves de cette précaution et de prévoir, dans un contrat, que le distributeur doit leur rendre, de manière ponctuelle et régulière, des rapports, et que, dans l'hypothèse où une violation aux règles à respecter serait constatée, le distributeur prendra les mesures nécessaires pour y remédier.

Ceci nous entraîne vers une dernière question à se poser, celle de savoir si la société de gestion d'un OPCVM et le gestionnaire de FIA peuvent limiter leur responsabilité vis-à-vis du fonds d'investissement en cas de délégation conforme à la réglementation OPCVM/AIFM ?

Les réglementations européennes ne prévoient aucune disposition expresse permettant une décharge de responsabilité contractuelle en cas de délégation. Certains auteurs considèrent, en conséquence, qu'il ne peut être inséré dans un contrat une clause par laquelle les gestionnaires limiteraient ou excluraient leur responsabilité pour un acte posé par leur délégué²⁴⁰.

Nous partageons cette position, renforcés par l'idée que l'on peut, à notre sens, considérer que les réglementations OPCVM et AIFM sont impératives voire d'ordre public. En effet, bien que le législateur européen ne se soit pas exprimé clairement sur la question de savoir si les réglementations OPCVM et AIFM sont impératives ou d'ordre public, elles nous semblent appartenir à l'ensemble de ces règles qui sont d'une telle importance qu'on ne peut y déroger²⁴¹.

L'économie générale des réglementations OPCVM et AIFM et leurs objectifs, à savoir la protection des investisseurs et la stabilité des marchés financiers, participent, en effet, de la notion d'ordre public ou revêtent, à tout le moins, une impérativité certaine. Ces objectifs ne

²⁴⁰ Voir en ce sens, X. LE SOUTRE, O. GASTON-BRAUD, « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d'investissement – analyse juridique et fiscale », *op.cit.*, pp. 2767-2770 ; F. LIFRANGE, M. MENGAL, « Nouveaux régimes de responsabilité réglementaire du dépositaire d'OPC luxembourgeois : réalités (AIFMD) et perspectives (UCITS V) » *op.cit.*, p. 2737.

²⁴¹ Voir à ce sujet, P. WERY, *Droit des obligations - Théorie générale du contrat*, *op. cit.*, pp. 298 et suivantes.

pourraient, en aucun cas, être atteints si la société de gestion d'OPCVM et le gestionnaire de FIA pouvaient échapper à leur responsabilité par l'insertion d'une clause limitative ou exonératoire de responsabilité.

Conclusion

A n'en pas douter, le travail qui se conclut ici a montré plusieurs choses.

Premièrement, le législateur européen a largement encadré la commercialisation en Europe des fonds d'investissement européens, non seulement pour créer un vaste marché intérieur européen, améliorer la transparence des marchés et la protection des investisseurs mais aussi pour faciliter ladite commercialisation.

En effet, on l'a vu, les procédures mises en place doivent permettre aux fonds d'investissement européens de pouvoir être commercialisés en Europe de manière quasi-automatique si les règles européennes sont respectées. Pour les acteurs du monde des fonds d'investissement, c'est un énorme avantage.

On ne peut passer sous silence le fait que le Royaume-Uni, en décidant de quitter l'Union européenne, se privera, entre autres, de cette facilité (en tous les cas, dans l'hypothèse d'un « hard brexit »). En effet, le pays passera d'un statut d'Etat membre à celui de pays tiers, ces derniers n'ayant pas actuellement, accès au passeport européen de commercialisation.

Deuxièmement, si la portée du droit européen dans le domaine de la commercialisation des fonds d'investissement est certes assez complète et structurante, le droit européen ne vise pas, pour autant, toutes les situations et ne règle pas toutes les situations.

En effet, passé le stade des règles relatives aux procédures de notification, le droit européen fait généralement place aux droits locaux en matière de distribution.

Il faut que le praticien épluche toutes les lois et réglementations des pays où a lieu la commercialisation des fonds afin de connaître les conditions dans lesquelles ils peuvent être

commercialisés. Il a été souligné qu'il sera particulièrement difficile pour le praticien d'avoir une vue globale du cadre réglementaire complet qui régit la commercialisation des fonds d'investissement dans chaque pays. En des termes plus concrets, savoir si son client peut, pour commercialiser un fonds, faire inscrire son nom sur des tasses, passer en radio, imprimer des tracts et quel contenu ces différents supports peuvent porter, n'est pas une information facile à obtenir dans l'état actuel du droit.

C'est là qu'il convient aux praticiens d'établir des guides multi-pays pour leurs clients, puisant dans les sources de droit national et dans la jurisprudence des autorités de contrôle, les fondements de leurs conseils. Leurs clients risquent des retraits d'autorisation, voire des amendes et il convient d'avoir regardé de près toutes ces règles afin d'éviter les écueils nombreux qu'elles recèlent.

Le législateur européen, conscient de la grande complexité du domaine, on l'a vu, a tout récemment tenté une amorce d'harmonisation des règles relatives à la distribution transfrontalière, mais tout n'est pas résolu, loin de là.

Troisièmement, il convient de souligner la nécessaire collaboration entre la société de gestion d'OPCVM ou le gestionnaire de FIA et l'éventuel distributeur. Il est indispensable que la société de gestion organise la supervision de son réseau de distribution de manière adéquate et suffisante.

La réponse à la question de savoir s'il suffit de ne pas avoir désigné le distributeur directement mais d'avoir laissé le fonds d'investissement le nommer pour éviter d'être soumis à l'obligation d'effectuer un contrôle continu sur le distributeur (i.e. de vérifier que celui-ci remplit son rôle en toute légalité) n'est pas évidente. Si une lecture stricte des textes existants pourrait mener certains gestionnaires à éviter de mettre en place la due diligence en question, aucun avocat ou consultant digne de ce nom ne conseillera sans doute d'éviter l'obstacle.

Une nouvelle fois, le praticien devra conseiller à son client de se faire un guide, voire de confier à un délégué une tâche de récolte de toutes les réponses aux questions que les distributeurs doivent rassembler afin de prouver aux fonds d'investissement, aux gestionnaires et à leurs autorités de contrôle que la commercialisation des fonds se fait dans les règles et, le cas échéant, en conformité des régimes de licences locaux.

On le voit bien, au-delà des modes huilés et assez uniformes d'obtention des passeports, il faut encore agir pour mettre de l'ordre dans cette Europe de la distribution des fonds d'investissement sens dessus dessous... Il faut établir des guides et plateformes complémentaires tenant compte de la mosaïque juridique des pays de l'Union afin de s'assurer une conformité totale et une quiétude juridique suffisante pour laisser les commerciaux donner du cor et passer à l'assaut sans craindre d'être pris à revers par les armées des régulateurs...

Bibliographie

Législation

Législation européenne

- Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *J.O.E.U.*, L. 375, du 31 décembre 1985, pp. 3 et suivantes.
- 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, *J.O.U.E.*, L 302, du 17 novembre 2009, pp. 32 et suivantes.
- Directive 2010/42/UE du 1er juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne certaines dispositions relatives aux fusions de fonds, aux structures maître-nourricier et à la procédure de notification, *J.O.U.E.*, L 176, 10 juillet 2010, pp. 28 et suivantes.
- Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE 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 et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, *J.O.U.E.*, L. 327, du 11 décembre 2010, pp. 1 et suivantes.
- 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, *J.O.U.E.*, L 174, du 1er juillet 2011, pp.1 et suivantes.
- 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, *J.O.U.E.*, L 173, du 12 juin 2014, pp. 394 et suivantes.
- Directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, dite « directive OPCVM V », *J.O.U.E.*, L 257, du 28 août 2014, pp.186 et suivantes.
- Directive 2019/1160/UE du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 modifiant la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif, *J.O.U.E.*, L. 188, du 12 juillet

2019, pp. 106 et suivantes.

- Règlement 1095/2010/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité Européenne des Marchés Financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 331, du 15 décembre 2010, pp. 84 et suivantes.
- Règlement 600/2014/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, *J.O.U.E.*, L. 173, du 12 juin 2014, pp. 84 et suivantes.
- Règlement 1286/2014/UE du 26 novembre 2014 sur les documents d'information clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, *J.O.U.E.*, L 352, 9 décembre 2014, pp.1 et suivantes.
- Règlement 2017/1129/UE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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, *J.O.U.E.*, L. 168, du 30 juin 2017, pp. 12 et suivantes.
- Règlement 2019/1156/UE du Parlement européen et du Conseil du 20 juin 2019 visant à faciliter la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif et modifiant les règlements (UE) n° 345/2013, (UE) n° 346/2013 et (UE) n° 1286/2014, *J.O.U.E.*, L. 188, du 12 juillet 2019, pp. 55 et suivantes.

Documents de l'AEMF (<https://www.esma.europa.eu>, consultés le 26 juillet 2019)

- Orientations de l'AEMF 2013/611 relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.
- AEMF, Discussion Paper, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23 février 2012, ESMA/2012/117.
- AEMF, Securities and markets stakeholder group, 26 avril 2012, ESMA/2012/SMSG/30.

Législation belge

- Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier, *M.B.*, 4 septembre 2002, p. 39121.
- Loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la Directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances, *M.B.*, 19 octobre 2012, p. 63652.
- Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014, p. 45353.

Documents de la FSMA (<https://www.fsma.be>, consulté le 8 juillet 2019)

- Circulaire FSMA 2015-16 du 27/10/2015 Règles applicables aux publicités en cas de commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail.

Législation luxembourgeoise

- Loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, Mémorial A n°13, 13 février 2007, p. 367.
- Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et portant transposition de 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, telle que modifiée, Mémorial, A 239, 24 décembre 2010, pp. 3928 et suivantes.
- Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, Mémorial, A n° 119, 15 juillet 2013, p. 1856 et suivantes.

Documents de la CSSF (<https://www.cssf.lu>, consultés le 18 juillet 2019)

- Circulaire CSSF 11/509 concernant les nouvelles procédures de notification à observer par un OPCVM de droit luxembourgeois qui désire commercialiser ses parts dans un autre Etat membre de l'Union européenne et par un OPCVM ressortissant d'un autre Etat membre de l'Union européenne qui désire commercialiser ses parts au Luxembourg.
- Circulaire CSSF 03/88 Classification of the undertakings for collective investment governed by the provisions of the Law of 20 December 2002 concerning undertakings for collective investment.
- Circulaire CSSF 18/698 Autorisation and organisation of investment fund managers incorporated under Luxembourg law.
- CSSF, «FAQ concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) n°231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision », version 13, 11 avril 2019.

Législation française

- Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247, texte n° 1, 23 octobre 2010, p. 18984.
- Ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, *J.O.R.F.*, n° 0177, texte n° 5, 2 août 2011, p. 13106.
- Décret n° 2011-922 du 1er août 2011 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, *J.O.R.F.*, n° 0178, texte n° 28, 3 août 2011, p. 13261.
- Décret n° 2011-923 du 1er août 2011 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, *J.O.R.F.*, n° 0178, texte n° 29, 3 août 2011, p. 13280.

Documents de l'AMF (<https://www.amf-france.org>, consultés le 15 juillet 2019)

- 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 », juin 2019, p. 4.
- Règlement général de l'AMF.
- Instruction de l'AMF, DOC-2011-19.
- Position de l'AMF, « Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA et autres fonds d'investissement en France », DOC-2014-04, 30 avril 2014.
- Communiqué de presse de l'AMF, “L'Autorité des marchés financiers introduit en France le concept de “pré-commercialisation” des fonds”, 4 juillet 2016.

Doctrine

- ALABASTER T. et FALEIRO G., “If it looks like a fund, if it sounds like a fund...an analysis of the definition of an AIF, exemptions and consequences in the non-traditional alternative investment space”, *Jurisnews*, 2014, pp. 35-38.
- DECKERT K. et SOTIROPOULOU A., “La responsabilité du dépositaire en droit de l'Union européenne”, *Revue internationale des services financiers*, 2014/1, pp. 41 et suivantes.
- DESSY E., « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *D.B.F.*, 2011/4-5, pp. 219-238.

- DESSY E., « La commercialisation d’organismes de placement collectif alternatifs en Belgique », D.B.F., 2014/4, pp. 202-223.
- ELVINGER J., « Reserved alternative investment funds : A new Luxembourg regime for alternative investment funds », ACE Comptabilité, fiscalité, audit, droit des affaires au Luxembourg, 2016, pp. 3-12.
- ERNST&YOUNG, Investment Funds in Luxembourg: a technical guide, Septembre 2017.
- KREMER C., LEBBE I., *Organismes de placements collectifs et véhicules d’investissement apparentés en droit luxembourgeois*, 3^{ème} édition, Bruxelles, Larcier, 2014.
- LE BOUC R., *Guide pratique des passeports financiers européens : fiches de guidance*, Bruxelles, Bruylant, 2019.
- LIFRANGE F. et MENGAL M., « Nouveaux régimes de responsabilité réglementaire du dépositaire d’OPC luxembourgeois : réalités (AIFMD) et perspectives (UCITS V) » in Droit bancaire et financier au Luxembourg 2014 – Volume 5, Bruxelles, Éditions Larcier, 2014, pp. 2713-2744.
- LE SOURNE X. et GASTON-BRAUD O., « La délégation des fonctions de gestion et de dépositaire dans les fonds d’investissement – analyse juridique et fiscale » in Droit bancaire et financier au Luxembourg 2014 – Volume 5, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 2745-2748.
- MACCHI V., RABIA S., MULLER P., « La commercialisation des fonds alternatifs au regard de la directive AIFM : Un point de vue luxembourgeois » in Les cahiers du droit luxembourgeois, n°12, Bertrange (Luxembourg), Legitech, 2011, pp. 42-69.
- MARTOUGIN C., « The alternative investment fund managers directive (AIFMD), Euredia, 2011, p. 353.
- PARTSCH T., “Perspective on the Guidelines on key concepts of the AIFMD”, JurisNews, 2013, pp. 11-14.
- PORTENSEIGNE O., « The impact of the wave of regulations sweeping across the global cross-border fund distribution model », Luxembourg Fund Review, n°22, Bruxelles, IFE, 2012, p. 54.
- PWC, Poster, Global Fund Distribution 2019.
- RIASSETTO I., « Dépositaires – quelles différences entre la directive OPCVM V et la loi bancaire », Lexis Nexis, mars-avril 2018, p. 55.
- RIASSETTO I. et STORCK M., « La notion de commercialisation de parts d’OPC », Revue de droit bancaire et financier, Lexis Nexis, janvier-février 2015, p. 39.
- SCHELL T., “To be AIF(M) or non-AIF(M)- that is the question”, JurisNews, 2015,

pp. 49-53.

- SCHNEIDER G. et LACROIX Y., « Les missions du dépositaire d'organismes de placement collectif » in Droit bancaire et financier au Luxembourg 2014 – Volume 5, Bruxelles, Larcier, 2014, pp. 2676-2681.
- VAN DE PUTTE M. et BOON J.-A., Les organismes de placement collectif en Belgique, Bruxelles, Bruylant, 1994.
- P. WERY, Droit des obligations - Théorie générale du contrat, volume 1, 2ème édition, Bruxelles, Larcier, 2011.

Sources électroniques

- ALFI, “Caractéristiques d'un fonds d'investissement”, (<https://www.alfi.lu>, consulté le 14 juillet 2019).
- ALFI, Guidelines, « Framework for Due Diligence Information Packs for service providers acting as central administrators and/or depositary/custodian with a view to simplify and facilitate initial and ongoing due diligence reviews », (<https://www.alfi.lu>, consulté le 14 juillet 2019).
- ALFI « Response to the European Commission consultation on cross-border distribution », (<https://www.alfi.lu>, consulté le 14 juillet 2019).
- ARENDT, « Compilation of Luxembourg Investment Fund Laws and Regulations - 2017 edition », 23 Mars 2017, (<https://www.arendt.com> (consulté le 2 juillet 2019)).
- ARENDT, « Alternative investment funds - AIFs - Brochure », 22 février 2017, (<https://www.arendt.com> (consulté le 2 juillet 2019)).
- EFAMA, European Quaterly Statistical Release, 1Q 2019, (<https://www.efama.org>, consulté le 15 juin 2019).
- ELVINGER HOSS, « The alternative Investment fund manager directive , key features & focus on third countries », (<https://www.elvingerhoss.lu>, consulté le 22 juin 2019).
- ELVINGER HOSS, « Alternative investment funds and other investment vehicles - Update March 2017 », 2017, (<https://www.elvingerhoss.lu>, consulté le 22 juin 2019).
- ELVINGER HOSS, « Luxembourg Collective investment vehicles, legal regime and features in a nutshell », 2017, (<https://www.elvingerhoss.lu>, consulté le 22 juin 2019).