

La cotation des parts d'Opcvm pour bientôt

La cotation des Opcvm, si elle soulève des difficultés, ne devrait pas rencontrer d'obstacle majeur, puisqu'elle est expressément envisagée par le législateur. Aussi, dès lors que la Cob aura déterminé les modalités particulières en termes d'information des investisseurs lorsque les parts ou actions sont cotées, ainsi que les modalités effectives du respect de la variation des cours au sein de la fourchette autorisée, la place de Paris se félicitera d'accueillir comme aux Etats-Unis ou en Allemagne, un nouveau compartiment destiné sans aucun doute à s'étoffer dans le futur.

Jean-Guillaume d'Hérouville et
Philippe Goutay
Avocats à la cour
Gide Loyrette Nouel

■ Si un investisseur attentif examine la liste des divers instruments financiers admis aux négociations des différents marchés réglementés par ParisBourse SBF SA, il constatera qu'aucun instrument financier de la famille des parts ou actions d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Opcvm) ne sont admis. Devrait-on en déduire pour autant que leur cotation est techniquement impossible ou plus simplement incompatible avec ces valeurs mobilières particulières ? Certainement pas dans la mesure où la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux Opcvm et portant création des fonds communs de créances (la Loi de 1988) prévoit en ses

articles 2, pour les actions des sociétés d'investissement à capital variable (Sicav), et 7-I, pour les fonds communs de placement (FCP), la possibilité de faire l'objet d'une admission à la cotation par le Conseil des bourses de valeurs (lire aujourd'hui l'entreprise de marché du marché considéré).

Un investisseur encore plus attentif constatera qu'il existe cependant une exception à cette désaffectation des parts et actions d'Opcvm de la cote parisienne. Depuis plusieurs décennies, le titre Robecco est coté. Son admission à la cote s'était faite de manière tout à fait dérogatoire à une époque où la Commission des opérations de bourse (la Cob) n'était

pas chargée de contrôler l'admission des valeurs négociées sur les marchés réglementés. Il s'agit donc là d'un cas particulier ne pouvant être considéré comme un précédent.

Alors que ParisBourse SBF SA est sur le point d'admettre aux opérations d'un de ses marchés, en créant un compartiment destiné à s'étoffer progressivement, des titres apparentés aux *spiders* et *diamonds* américains, il est intéressant de faire le point sur les conditions réglementaires d'une telle admission (I) et les contraintes pratiques induites par la création d'un marché secondaire de parts ou actions d'Opcvm (II).

I Les conditions réglementaires de cotation

La Loi a été prise en application de la directive n° 85/611 du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (la Directive) de sorte que la réglementation française doit être comprise à la lumière de la norme communautaire.

Dispositions communautaires

La lecture de la Directive révèle que la cotation des parts d'Opcvm n'a pas été envisagée en tant que telle mais comme une alternative offerte aux Opcvm de proposer aux souscripteurs un rachat des parts sur un marché secondaire organisé.

Il est ainsi prévu à l'article 1^{er} que sont seuls concernés les Opcvm offrant à

tout instant aux investisseurs potentiels la possibilité de souscrire ou de se faire racheter leurs parts (Opcvm dits ouverts). Cependant, une telle exigence d'ouverture est considérée comme observée dès lors que la valeur des parts qui seraient cotées ne s'écarte pas sensiblement, sous le contrôle de l'Opcvm, de la valeur d'actif net. En d'autres termes, la souscription ou le rachat des parts peut

s'effectuer sur un marché secondaire si l'Opcvm s'arrange pour que le cours de négociation soit proche de la valeur d'actif net de ces parts. Il en résulte que la prise en charge de la souscription ou du rachat peut se faire par un tiers, même anonyme, sur le marché pourvu que les conditions financières de la transaction soient proches de la valeur d'actif net. Ou dit autrement, «le maintien de cours dans une fourchette [est assimilé] au rachat à la valeur liquidative».

Il est par ailleurs prévu à l'article 14-4 de la Directive qu'un Etat membre peut décider que les sociétés d'investissement situées sur son territoire et commercialisant leurs parts par une ou plusieurs bourses de valeurs désignées dans les documents constitutifs ne sont pas tenues d'avoir un dépositaire au sens de la Directive. Si cette commercialisation ne se fait qu'à hauteur de 80 % des parts, cette dispense est autorisée si (i) les parts sont admises à la cote officielle des bourses de va-

«L'indigence de la réglementation française au regard de la cotation des Opcvm n'a pas permis jusqu'à aujourd'hui leur cotation en raison de l'absence de réglementation ad hoc prévue par la Cob».

leurs des Etats membres sur le territoire duquel les parts sont commercialisées et (ii) si les transactions opérées par la société d'investissement en dehors de la bourse le soit seulement au cours de bourse.

Si cette faculté est retenue par l'Etat membre, les sociétés d'investisse-

ment devront (i) indiquer dans leurs documents constitutifs les méthodes de calcul de la valeur d'actif net, (ii) intervenir le cas échéant sur le marché boursier pour éviter que la valeur d'actif net ne s'écarte de plus de 5 % de leur valeur boursière et (iii) établir une valeur d'actif net, la communiquer aux autorités compétentes au moins deux fois par semaine et la publier deux fois par mois.

Dispositions françaises

A l'instar de la réglementation européenne, la réglementation française a été à peine plus déserte sur le sujet.

Ainsi que mentionné plus haut, la Loi se contente de préciser que la cotation est possible dans des conditions fixées par décret. Or ledit décret se limite à préciser que les actions ou parts d'Opcvm peuvent faire l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé à condition que ces Opcvm s'engagent à intervenir sur le marché pour éviter que le cours de bourse de leurs actions ou parts ne s'écarte de plus d'1,5 % de la valeur liquidative.

Ce texte appelle plusieurs remarques :

- La première tient au fait que la limite d'écart du cours de bourse par rapport à la valeur liquidative n'est pas mise en perspective avec le fait que la limite de 5 % telle qu'envisagée par la directive l'était dans l'hypothèse où la société d'investissement était dispensée de nommer un dépositaire. Toutefois, la directive a procédé à de nombreuses reprises à cette obligation sans nécessairement la rapprocher de la dispense de nomination d'un dépositaire.
- La seconde tient au fait que l'écart maximal a été réduit de 5 % à 1,5 %.
- La troisième s'attache à la rupture de l'assimilation faite par la directive entre

la négociation sur le marché, dans des conditions se rapprochant sensiblement de la valeur d'actif net des titres négociés, et la procédure de rachat ; alors que la directive a bien précisé qu'un Opcvm devait être considéré comme ouvert, c'est-à-dire comme mettant à la charge de l'Opcvm une obligation directe ou indirecte de rachat, dès lors que cet Opcvm s'attachait à limiter les variations boursières des cours des titres par rapport à leur valeur d'actif net.

La réglementation française au regard de la cotation des Opcvm n'a pas permis jusqu'à aujourd'hui leur cotation effective en raison de l'absence de réglementation ad hoc prévue par la Cob. En effet, cette dernière doit donner son accord à l'admission de titres aux négociations sur un marché réglementé, dès lors que cette modalité de diffusion des titres constitue un appel public à l'épargne. Or même s'il peut être soutenu que le règlement 98-01 de la Cob (le Règlement) est applicable aux actions de Sicav, dès lors qu'il vise les instruments financiers mentionnés au premier alinéa de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (la Loi MAF), la Cob considère que tel n'est pas le cas puisque le Règlement vise seulement les titres mentionnés aux premier et deuxième alinéas de l'article 1^{er} de la loi MAF et exclut par défaut ceux visés au troisième alinéa de l'article 1 de cette même Loi MAF, c'est-à-dire «les parts ou actions d'organismes de placements collectifs».

Pour ne pas handicaper le marché parisien par rapport à ses homologues étrangers, notamment allemand et suisse, la Cob est actuellement en train de préparer un projet de règlement qui devrait permettre effectivement la cotation des Opcvm, en adaptant toutefois cette réglementation à leurs spécificités pratiques.

II Contraintes pratiques liées à la création d'un marché secondaire

Les contraintes pratiques liées à la création d'un marché secondaire tiennent principalement à l'obligation de maintien du cours dans une fourchette donnée d'une part (A) et aux obligations dévolues aujourd'hui aux Opcvm, en termes d'information financière d'autre part (B).

Le maintien du cours au sein d'une fourchette

Si l'existence d'un marché secondaire a été envisagée par la Directive, il devait s'agir d'une modalité de rachat des titres car, en toute hypothèse, devait être conservé le principe selon le-

quel la Directive réglementait seulement les Opcvm dits ouverts. Il en est résulté l'assimilation qui a été faite entre le rachat par l'Opcvm des parts qui lui sont présentées et leur intervention sur le marché secondaire afin que le cours de bourse ne s'écarte pas de plus de 5 % de la valeur liquidative.

En ce qui concerne cette obligation, qui en France a été renforcée puisque la fourchette de négociation est de plus ou moins 1,5 %, aucune précision n'a été apportée par les pouvoirs publics ou les autorités quant à sa mise en œuvre.

- Ainsi peut-on s'interroger sur la **valeur liquidative de référence**. S'agit-il de la dernière valeur liquidative connue ou bien l'Opcvm est-il tenu de communiquer une valeur liquidative indicative selon une fréquence à déterminer ? De la réponse dépend le degré d'écart autorisé entre les investisseurs acquérant ou cédant leurs titres sur le marché et ceux s'adressant directement au fonds et à ses distributeurs lorsque le prix de souscription est fixé en fin de journée pour les rachats du jour. En revanche, si le prix de souscription est fixé à la dernière valeur liquidative connue, elle correspondra au prix de référence à partir duquel l'écart de plus ou moins 1,5 % sera calculé. En effet, la valeur liquidative étant amenée à varier au cours de la journée, les personnes souscriront ou se feront racheter leurs parts à la valeur liquidative de fin de journée, alors que ceux négociant leurs titres sur le marché le feront dans une fourchette centrée sur la dernière valeur liquidative connue : la différence de prix ne sera pas limitée à 1,5 % mais à la variation entre les deux valeurs liquidatives, variation augmentée le cas échéant d'1,5 %. Ainsi, à titre d'exemple, si la dernière valeur liquidative d'une action de Sicav cotée ressort à 1 000 francs et si au cours de la journée sa valeur atteint 1 050 francs jusqu'à la clôture, les souscripteurs pourront les acquérir ce jour au prix de 1 050 francs alors que les acquéreurs sur le marché secondaire pourront les acquérir à un prix variant entre 985 et 1 015 francs. Au plus haut, la variation aura été de 6,2 %.

C'est pourquoi, l'égalité de traitement entre les investisseurs postule pour que l'écart d'1,5 % soit calculé en considération d'une valeur liquidative indicative diffusée plusieurs fois par jour, le traitement égalitaire étant accru avec l'augmentation de la fréquence de cette diffusion. A ce propos, on relèvera que la prochaine cotation des premières actions de Sicav s'opèrera à la lumière d'une valeur liquidative indicative diffusée toutes les 15 secondes !

- Une autre interrogation relative à la mise en œuvre de l'obligation faite à l'Opcvm tient à la **nature de son intervention sur le marché** et les conséquences sur sa valorisation. Il a été ainsi montré sur ce dernier point que toute intervention de l'Opcvm, à l'achat ou à la vente, aux fins de réguler le cours dans les limites de la fourchette l'enrichira, dans la mesure où il devra acheter des titres lorsque ceux-ci vaudront moins d'1,5 % de leur valeur liquidative, ou devra en céder lorsque leur valeur excédera de plus d'1,5 % leur valeur liquidative.

- Quant à l'**intervention proprement dite de l'Opcvm**, elle ne devrait pas être directe. Il est en effet envisagé de prévoir, à l'instar des autres instruments financiers cotés, des seuils de réservation à la hausse et à la baisse d'1,5 % par rapport à la dernière valeur liquidative indicative diffusée. Dès l'instant où un ordre serait rentré dans le système de cotation qui aboutirait à une cotation en dehors de la fourchette autorisée, la cotation sera suspendue pendant une période déterminée. La cotation reprendra lorsqu'un cours compris dans la fourchette pourra être coté. Contrairement aux autres instruments financiers, qui se voient désigner un seul animateur de marché, les parts d'Opcvm devraient être suivies par au moins deux animateurs de marché afin de minimiser les risques d'écart des cours par rapport à la fourchette autorisée. A cet égard, ces animateurs devraient être tenus de toujours proposer à l'offre comme à la demande des ordres compris dans la fourchette, de sorte que les risques de décalage dépassant cette fourchette soient minimisés.

L'information des investisseurs

Elle se manifeste principalement au moyen de la notice d'information et de documents périodiques ou ayant un objet plus spécifique.

- En ce qui concerne la **notice d'information**, document rédigé à partir d'un modèle type prévu par la Cob sur lequel celle-ci appose son visa, elle doit être mise à la disposition de tout souscripteur qui en ferait la demande. Toutefois, il pourrait être envisagé que si cette documentation reste à la disposition des souscripteurs, en revanche

les investisseurs agissant sur le marché achèteraient les titres sans qu'une information ne leur soit transmise, à l'instar de tous les instruments financiers négociés actuellement sur le marché secondaire. Toutefois, lors de l'opération d'admission, un prospectus devra être déposé, qui pourra se référer partiellement au prospectus de commercialisation.

«La prochaine cotation des premières actions de Sicav s'opèrera à la lumière d'une valeur liquidative indicative diffusée toutes les 15 secondes.»

- Pour ce qui est des **informations périodiques**, celles-ci pourraient être mises à la disposition des porteurs au travers des établissements autorisés à commercialiser les parts ou actions ou via les teneurs de compte des porteurs.

- Quant aux informations spécifiques, celles qui doivent être notifiées aux porteurs (en raison de leur importance telles les modifications tenant à la politique de gestion ou les commissions) pourraient l'être via les teneurs de compte, ainsi que cela se pratique lorsque le fonds ne connaît pas l'identité des porteurs, voire par une insertion dans un journal (garantissant une information minimale effective). Pour ce qui concerne les informations mineures, celles-ci pourraient être seulement portées à la connaissance des porteurs par voie d'insertion dans un journal. ●

(1) Il s'agit de fonds de type indiciel et répliquant l'indice SP 500 pour les spiders et le Dow Jones Industrial Average pour les diamonds.

(2) On parlera alors de négociation à l'achat ou à la vente.

(3) D. Besson, La cotation des OPpvm, *Revue Banque* avril 1990, p. 412.

(4) Article 14-5 de la Directive.

(5) N° 89-624 du 6 septembre 1989 pris en application de la Loi.

(6) Article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 instituant la Cob.

(7) Relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée.

(8) Sur ce point voir D. Besson, précité.