

# CHRONIQUE

## GESTION DE PORTEFEUILLE



**FABRICE BUSSIÈRE**

Direction  
juridique  
Amundi



**ISABELLE RIASSETTO**

Professeur  
  l'Université  
du Luxembourg



**MICHEL STORCK**

Professeur  
  la faculté  
de droit  
de Strasbourg

### **FIA – Fonds professionnels spécialisés (FPS) – Fonds professionnels de capital investissement (FPCI) – Organismes de titrisation (OT) – Octroi de prêts aux entreprises – C. mon. fin., articles L. 214-154, L. 214-160 et L. 214-169.**

Loi n  2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 », JO 10 déc., art. 117, II.

**La loi n  2016-1691 du 9 décembre 2016, dite « loi Sapin 2 », autorise les fonds professionnels spécialisés (FPS), les fonds professionnels de capital investissement (FPCI) et les organismes de titrisation (OT)   octroyer des prêts aux entreprises.**

Commentaire d'Isabelle Riassetto

Les OPCVM ainsi que les fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) ne peuvent octroyer de prêts à des entreprises<sup>1</sup>. Une dérogation au monopole bancaire de l'article L. 511-5 du Code monétaire et financier permettait cependant à certains FIA d'acquérir des créances bancaires non échues : les organismes de titrisation, les fonds d'investissement à vocation générale dans la limite de 10 % de l'actif, les fonds de fonds alternatifs, également dans la limite de 10 %, les fonds professionnels à vocation générale dans la limite de 50 % de l'actif ; les fonds professionnels spécialisés peuvent également investir dans des créances non échues sans limite par rapport à l'ensemble de leur actif.

Le Règlement n  2015/760 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme<sup>2</sup> (ELTIF<sup>3</sup> en anglais), direc-

tement applicable depuis le 9 décembre 2015, a crée un nouveau label de véhicule d'investissement. Poursuivant l'objectif d'assurer le financement à long terme de l'économie réelle, afin de prendre la voie d'une croissance intelligente, durable et inclusive, ce règlement vise à apporter directement des financements de longue durée à des projets d'infrastructure, des sociétés non cotées ou des PME cotées<sup>4</sup>. Les ELTIF sont des FIA gérés par des gestionnaires de FIA agr e s conformément à la directive AIFM<sup>5</sup>. En prévoyant que les ELTIF ont la possibilité d'octroyer directement des prêts à des entreprises, le Règlement ELTIF a incité les  tats membres de l'Union européenne, et notamment la France, à modifier leur législation interne en matière de monopole bancaire, afin de permettre à leurs FIA d'utiliser ce régime<sup>6</sup>.

Ainsi, la loi de finances rectificative pour 2015 du 29 décembre 2015 (art. 27)<sup>7</sup> a-t-elle modifié les articles L. 214-154, L. 214-160 et L. 214-169 du Code monétaire et financier respectivement relatifs aux fonds professionnels spécialisés (FPS), fonds professionnels de capital investissement (FPCI) et organismes de titrisation (OT), afin de les autoriser à consentir des prêts aux entreprises, dans les conditions fixées par le Règlement 2015/760 lorsqu'ils ont obtenu l'autorisation d'utiliser la dénomination « ELTIF » en application de ce même règlement, « ou dans des conditions fixées par décret en Conseil d' tat ».

L'AMF<sup>8</sup> et le Haut Comité juridique de Place<sup>9</sup> ont mis en avant les avantages d'une ouverture plus large des possibilités de financement des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI) allant au-delà de celles déjà offertes par le Règlement ELTIF, en autorisant les prêts

1. C. mon. fin., art. R. 214-19, I et R. 214-32-28, I.

2. Règlement (UE) n  2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme. I. Riassetto, « Adoption par le Conseil du Règlement (UE) relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (FEILT) », *Banque et Droit*, mai juin 2015, p. 56.

3. *European Long-term Investment Fund*.

4. V. B. Henry et P. Molinelli, *Le régime des ELTIF en droit français*, *Bull. Joly Bourse* mai 2016, p. 221.

5. R gl. UE n  2015/760, art. 6 ; consid. 8.

6. V. B. Henry et P. Molinelli, art. précité.

7. JO 30 déc.

8. AMF, Résultat de la consultation publique sur la possibilité pour un fonds d'investissement d'octroyer des prêts, avr. 2016.

9. HCJP, Rapport sur le monopole bancaire, 14 mars 2016.

octroyés directement par des fonds d'investissement, à l'image de ce qui se pratique déjà dans d'autres États membres, tels que l'Allemagne et l'Irlande.

Cette recommandation a été suivie par la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 » (art. 117, II). Cette réforme poursuit l'objectif de diversification des sources de financement par dette des PME et dans un contexte de limitation du financement bancaire classique et de désintermédiation bancaire. Cette mesure est de nature à renforcer la compétitivité. Le législateur a modifié une nouvelle fois les articles L. 214-154, L. 214-160 et L. 214-169 du Code monétaire et financier en supprimant l'expression précitée « ou dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État » pour la remplacer par un nouvel alinéa qui précise que le FPS, le FPCI ou l'OT « peut également accorder des prêts aux entreprises non financières dans des conditions et limites fixées par décret en Conseil d'État. Les prêts ainsi accordés ont une maturité inférieure à la durée de vie résiduelle de l'organisme, dont les rachats de parts ou actions et le recours à l'effet de levier font l'objet de limitations. » Ces trois catégories de FIA sont les seuls OPC français à pouvoir octroyer des prêts aux entreprises. Sans attendre la publication de la loi Sapin 2, le décret n° 2016-1587 du 24 novembre 2016, auquel avait renvoyé l'article 27 de la loi de finances rectificative du 29 décembre 2015<sup>10</sup>, est venu fixer les conditions dans lesquelles les FPS ainsi que les FPCI, peuvent octroyer des prêts aux entreprises. Pour ce qui concerne l'OT, afin de mettre un terme aux difficultés d'application des dispositions du Règlement ELTIF, l'article 117 de la loi Sapin 2 habilite le Gouvernement à prendre par ordonnance dans un délai de dix mois des mesures destinées à faciliter le financement par dette des entreprises, portant notamment sur une clarification du cadre applicable aux organismes de placement collectif se finançant par le biais d'une émission de titres financiers<sup>11</sup>.

Les dispositions du Code monétaire et financier issues de la loi Sapin 2, lues en relation avec celles du décret du 24 novembre 2016, permettent de mettre en évidence les caractéristiques des prêts pouvant être octroyés (I.), ainsi que les conditions tenant aux OPC concernés (II.) et à leur société de gestion de portefeuille (III.).

### I. Caractéristiques des prêts

Les FPS, les FPCI et les OT peuvent octroyer des prêts<sup>12</sup>. S'agissant des deux premières catégories de FIA, le décret de novembre 2016 a précisé qu'à ces prêts sont assimilées : d'une part, les opérations de crédit mentionnées à l'article L. 313-1, alinéa 1 du Code

monétaire et financier, à savoir « tout acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne », à l'exception des engagements par signature tels qu'un aval, une caution ou une garantie et, d'autre part, les avances en compte courant d'associés, ainsi que la signature de bons de caisse mentionnée à l'article L. 223-1 de ce code, à l'exception des minibons de l'article L. 223-6. La loi Sapin 2 a intégré au 1° du II de l'article L. 214-160 du même code, la règle selon laquelle l'actif d'un FPCI ou d'une société de libre partenariat (SLP) sous régime « ELTIF » peut également comprendre des avances en compte courant, qui ne sont retenues dans le quota d'investissement mentionné au I de l'article L. 214-28 qu'à concurrence de 30 % du total de l'actif, dès lors que « a) l'objet principal du fonds est de financer directement ou indirectement des actifs d'infrastructure, entendus comme tout actif physique, installation, système ou réseau contribuant à fournir ou fournissant directement des services publics, notamment des services énergétiques, de transport, de santé ou contribuant à la transition énergétique ; b) le fonds a reçu l'autorisation d'utiliser la dénomination "ELTIF" en application du règlement (UE) n° 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 [...] ». Ces avances en compte courant peuvent être consenties directement à une société appartenant au groupe dans lequel le fonds détient une participation. Les titres émis par la société bénéficiaire de l'avance en compte courant d'associé ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation.

Les prêts peuvent être accordés à deux catégories de bénéficiaires énoncées à l'article R. 214-203-4. Il s'agit, d'une part, d'entreprises individuelles ou de personnes morales de droit privé exerçant à titre principal une activité commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière, à l'exclusion des activités financières et des placements collectifs et, d'autre part, de personnes morales de droit privé ayant pour objet exclusivement, ou selon les cas, principalement, en plus de la réalisation d'une activité commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière, à l'exclusion des activités financières et des placements collectifs, de détenir directement ou indirectement une ou plusieurs participations dans le capital de personnes morales bénéficiaires des prêts octroyés par les FPS et FPCI ou de financer de telles personnes morales.

Enfin, pour ce qui concerne la cession de prêts non échus ou déchu de leur terme, l'article R. 214-203-1 précise que le FPS ou le FPCI qui octroie des prêts a pour objet la détention de ces créances jusqu'à leur échéance, sauf dérogations prévues à l'article R. 214-203-2<sup>13</sup>. La cession n'est donc conçue qu'à titre dérogatoire. Dans ce cas, elle est en principe subordonnée par l'article R. 214-203-2 à l'approbation par l'AMF d'un programme d'activité spécifique soumis par sa société de gestion, dans les conditions prévues par le Règlement général de cette autorité. Par dérogation, cette approbation n'est pas requise dans quatre hypo-

10. JO 26 nov.

11. Le législateur relève dans l'exposé des motifs de cette loi qu'il est nécessaire de pouvoir clairement « séparer en droit français les organismes de titrisation classiques (par exemple de financement bancaire) des fonds d'investissement alternatifs ayant pour objectif le financement d'infrastructures ou qui sont des fonds de prêts à l'économie qui se financent en émettant des parts ou titres financiers mais dont l'activité ne relève pas de la qualification européenne de titrisation. Cette mesure vise à la fois à moderniser et renforcer le cadre applicable – y compris le régime dépositaire, et à améliorer sa lisibilité, notamment à l'étranger. »

12. C. mon. fin., art. L. 214-154; art. L. 214-160; R. 214-203-1.

13. C. mon. fin., art. L. 214-203-1, al. 1.

thèses : « 1° Lorsque le fonds fait l'objet d'une liquidation effectuée dans l'intérêt des porteurs de parts ou actionnaires ; 2° Lorsque le capital restant dû d'une créance non échue du fonds et susceptible d'être cédée est inférieur à un pourcentage du montant maximal du capital restant dû de cette créance. Ce pourcentage est défini dans son règlement ou ses statuts et n'excède pas un plafond fixé par arrêté du ministre chargé de l'économie ; 3° Lorsque les parts ou actions du fonds ne sont plus détenues que par un seul porteur ou actionnaire ; 4° En cas de dégradation de la situation financière d'une entreprise débitrice aboutissant à la détention de créances douteuses ou litigieuses. »

## II. Conditions tenant aux OPC concernés

Les nouveaux articles L. 214-154, L. 214-160 et L. 214-169 du Code monétaire et financier, issus de la loi Sapin 2, prévoient que les FPS, les FPCI et les OT peuvent « accorder des prêts aux entreprises non financières dans des conditions et limites fixées par décret en Conseil d'État. Les prêts ainsi accordés ont une maturité inférieure à la durée de vie résiduelle de l'organisme, dont les rachats de parts ou actions et le recours à l'effet de levier font l'objet de limitations. » Le décret de novembre 2016 a d'ores et déjà apporté certaines précisions aux articles R. 214-203-5 à R. 214-203-7 de ce code<sup>14</sup> concernant l'octroi de prêt par les FPS et les FPCI : deux conditions sont communes à tous les FPS, qu'ils soient ou non soumis au régime ELTIF, d'autres sont spécifiques à ce dernier cas.

Pour tous les OPC octroyant des prêts qu'ils soient ou non autorisés à utiliser la dénomination « ELTIF », les prêts accordés doivent avoir une maturité inférieure à la durée de vie résiduelle du fonds. Cette première exigence figure déjà aux articles R. 214-203-5, II, et R. 214-203, 7, a) du Code monétaire et financier. Le règlement ou les statuts du fonds doivent préciser la date de sa liquidation et peuvent prévoir un droit de prolongation temporaire de sa durée de vie et les conditions d'exercice de ce droit. La seconde condition est relative à l'utilisation des contrats financiers : les articles R. 214-203-6, 2°, et R. 214-203-7, b) précisent que ces fonds ne doivent avoir recours à ces contrats qu'à des fins de couverture des risques de taux d'intérêt et de devises. En cas de dépassement de ces limites indépendamment de la volonté du fonds, il doit être procédé à la régularisation de cette situation en priorité tout en tenant compte de l'intérêt des porteurs de parts ou actionnaires.

Le décret de novembre 2016 a introduit aux articles R. 214-203-5, III et, R. 214-203-6 dans le Code monétaire et financier un régime plus strict pour les FPS et FPCI soumis au régime ELTIF et dont l'octroi de prêt est supérieur à 10 % de l'actif du fonds. La première condition est que le fonds doit, en principe, être un fonds fermé, à savoir un fonds n'autorisant pas en principe le rachat de ses parts ou actions à tout moment au cours de sa vie. Toutefois, il est admis que ses sta-

tuts ou son règlement puissent prévoir une politique de rachat dont l'objectif est d'éviter qu'un déséquilibre entre les demandes de rachat et l'actif du fonds ne lui permette pas d'honorer les demandes de rachat dans les conditions préservant l'intérêt des porteurs de parts ou leur égalité de traitement. Dans ce cas, ils doivent stipuler des périodes de rachat et organiser un mécanisme de plafonnement des demandes (gates). La seconde série de conditions encadre strictement le recours à certaines opérations sur l'actif du fonds. Ainsi, la validité de l'emprunt est soumise à six conditions cumulatives<sup>15</sup> : « a) Le montant total emprunté ne représente pas plus qu'un pourcentage de l'actif net du fonds, ou le cas échéant du montant non appelé des souscriptions, fixé dans les statuts ou le règlement du fonds, dans les limites définies par arrêté du ministre chargé de l'économie ; b) Le règlement ou les statuts du fonds définissent les conditions dans lesquelles il peut être fait recours à des emprunts de liquidités ; c) Les objectifs poursuivis par l'emprunt de liquidités et les conditions de ces emprunts, notamment leur durée et modalités de remboursement ou de refinancement, sont compatibles avec le profil de liquidité du fonds ; d) Les emprunts ne sont pas utilisés pour financer l'octroi d'un ou plusieurs prêts ; e) Les emprunts ont une échéance inférieure à la durée de vie résiduelle du fonds ; f) Les actifs grevés pour ces emprunts de liquidités ne représentent pas plus que le pourcentage de l'actif net du fonds défini au a), au moment de l'emprunt ». En outre, le fonds ne peut effectuer de ventes à découvert (shortselling) d'instruments financiers. Enfin, il ne peut recourir, que dans la limite de 10 % de son actif net, aux techniques et aux instruments qui portent sur des titres financiers éligibles et des instruments du marché monétaire, et notamment à des opérations de pension, à des opérations assimilées d'acquisition ou de cession temporaire de titres, dans les conditions fixées par l'article R. 214-32-27. En cas de dépassement des limites indépendant de la volonté du fonds, celui-ci doit avoir pour objectif prioritaire de régulariser cette situation en tenant compte de l'intérêt des actionnaires ou porteurs de parts.

## III. Obligations de la société de gestion de portefeuille

Dans le but de veiller à la stabilité du système financier, le décret du 24 novembre 2016 a imposé aux sociétés de gestion le respect de certaines obligations. L'instruction AMF DOC-2016-02 du 27 juin 2016 relative à l'« organisation des sociétés de gestion de portefeuille pour la gestion de FIA qui octroient des prêts » avait anticipé la réforme.

L'article R. 214-203-3, I, du Code monétaire et financier précise que les FPS – et sur renvoi de l'article R. 214-206-1 du même code, les FPCI octroyant des prêts doivent être gérés par des sociétés de gestion de portefeuille ayant un agrément AIFM et disposant d'un programme d'activité comprenant l'activité d'octroi de prêts, ou une société de gestion ayant son siège social dans un autre État membre de l'Union, agréé conformément à la directive AIFM et autorisée par son autorité

14. Pour les FPS. S'agissant des FPCI, l'article R.214-206-1 leur rend ces textes applicables.

15. C. mon. fin., art. R. 214-203-6, 1°.

compétente à gérer des FIA qui octroient des prêts, dès lors que cette société de gestion est soumise aux mêmes conditions que celles applicables aux sociétés de gestion de portefeuille françaises.

L'article R. 214-203-3, II, leur impose de disposer d'un système d'analyse et de mesure des risques de crédit, et d'un processus de connaissance actualisée des emprunteurs. Elles doivent en outre informer les emprunteurs sur les caractéristiques essentielles du ou des prêts proposés et sur les conséquences que ces prêts peuvent avoir sur leur situation financière, en particulier en cas de défaut de paiement. Elles doivent se doter d'une procédure de sélection des risques de crédit tenant compte notamment de la situation financière des emprunteurs, et de leur capacité de remboursement. Sur le terrain juridique, elles doivent procéder à une analyse des conditions de l'octroi des prêts, afin de s'assurer que les prêts octroyés respectent toutes les obligations applicables localement aux prêteurs, et prendre les mesures de gestion des risques opérationnels nécessaires et procéder à l'analyse juridique de l'existence et de la validité des garanties et sûretés attachées lors de l'octroi de crédit. Enfin, elles sont tenues de respecter les obligations relatives à la lutte contre le blanchiment mentionnées au premier alinéa de l'article L. 561-2, y compris au titre des prêts qu'elles octroient.

Le Règlement général de l'AMF précise les caractéristiques que doit vérifier le système d'analyse et de mesure des risques. On notera que l'instruction AMF

2016-02 attire également l'attention des sociétés de gestion de portefeuille sur les conflits d'intérêts<sup>16</sup>, ainsi que sur l'expertise dont elles doivent disposer<sup>17</sup>.

Les sociétés de gestion doivent fournir à l'AMF<sup>18</sup> de façon au moins trimestrielle des informations sur tous les prêts non échus octroyés par les FPS et FPCI qu'elles gèrent, afin de permettre le suivi de l'évolution des prêts<sup>19</sup>.

Les sociétés de gestion de portefeuille sont autorisées à effectuer directement le recouvrement des créances relatives aux prêts que les FPS et FPCI qu'elles gèrent ont octroyés, à condition d'en faire mention dans leur programme d'activités. À défaut d'une telle mention, l'activité de recouvrement doit être externalisée à une entité désignée à cet effet<sup>20</sup>. ■

16. Instr. AMF DOC 2016-02, pt. 6. Elle souligne l'existence d'importants conflits d'intérêts pouvant naître lorsque la SGP investit dans des instruments de capital et des instruments de dette ou des prêts d'un même émetteur pour le compte de deux FIA différents sous gestion (si les clients des FIA sont différents) et dans le cas où elle fait partie d'un groupe bancaire, lorsqu'un des FIA gérés prête à une entreprise ayant eu des relations commerciales avec l'établissement de crédit du groupe.

17. Instr. AMF, DOC 2016-02, pt. 3. La SGP doit disposer d'une compétence « dans l'octroi de prêt en direct », ce qui nécessite « au moins un gérant ou un analyste ayant une expérience dans une entité qui prête (établissement de crédit, entreprise d'assurance ou société de gestion de portefeuille) ». L'expertise recouvre notamment les aspects financiers, juridiques et de structuration de prêts.

18. L'instruction AMF (DOC 2016-02) ajoute la Banque de France, pt. 8.

19. C. mon. fin., art. R. 214-203-8.

20. C. mon. fin., art. R. 214-203-9; Instr. AMF, pt. 7.

## Loi du 9 décembre 2016 (loi Sapin 2) – Mécanismes de plafonnement temporaire des rachats (*gates*) – OPC ouverts.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 », JO 10 déc., art. 118, I.

**Le plafonnement à titre provisoire des rachats de parts ou d'actions, qui était déjà admis pour les fonds de fonds alternatifs, les fonds professionnels à vocation générale et les organismes de placement collectif immobiliers, est étendu par la loi Sapin 2 à tous les autres fonds ouverts : organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), fonds professionnels de capital investissement (FPCI), les fonds d'épargne salariale et les OPC I professionnels. L'AMF a lancé, le 1<sup>er</sup> décembre 2016, une consultation publique relative aux conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM et FIA.**

Commentaire de Michel Storck

Par application du droit commun des OPC ouverts, les investisseurs peuvent en principe demander à

tout moment le rachat de leurs parts ou actions. En période de crise, les demandes massives de rachat contraignent les gestionnaires à céder les actifs les plus liquides, ce qui accentue la décote du portefeuille au détriment des intérêts des investisseurs restant dans le fonds, alors qu'une cession immédiate des actifs illiquides se fait à des conditions préjudiciables pour l'OPC. Deux outils de gestion de la crise de liquidités ont été mis en place au profit de certains fonds par une ordonnance du 23 octobre 2008 réformant le cadre de la gestion d'actifs pour compte de tiers : un contrôle des demandes de rachat (*gates*), et une structure de canotage des actifs illiquides (*side pocket*)<sup>1</sup>.

Le mécanisme des *gates*, qui consiste à prévoir la possibilité de plafonner à titre provisoire le nombre de rachats sur chaque date de centralisation des ordres, permet une protection à moyen terme de la valeur des actifs d'un fonds ayant investi dans des actifs peu liquides et soumis, à un moment donné, à des anomalies de marché<sup>2</sup>,

1. Sur cet aspect de la réforme, cf. *Banque et Droit* n° 122, p. 38, obs. F. Bussière; *RTD com.* 2008, p. 169, obs. M. Storck.

2. Cf. Rapport P. Adhémar sur l'évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration, AMF, 18 septembre 2007, p. 44.

lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs ou du public le commande. Une suspension à titre provisoire peut en effet permettre d'éviter une suspension totale des rachats de parts et une liquidation du fonds.

Jusqu'à la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 », ce mécanisme ne pouvait être prévu que pour certains fonds d'investissement alternatifs (FIA) : les fonds de fonds alternatifs (FFA), les fonds professionnels à vocation générale (FPVG) et les organismes de placement collectif immobiliers (OPCI). L'article 118, I, de la loi Sapin 2 étend ce mécanisme à tous les autres fonds ouverts, à savoir aux OPCVM<sup>3</sup>, aux fonds d'investissement à vocation générale (FIVG)<sup>4</sup> et, par renvoi, aux fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), aux fonds professionnels de capital investissement et aux fonds d'épargne salariale. Le législateur ajoute aux articles L. 621-13-2 et L. 621-13-3 du Code monétaire et financier relatifs aux pouvoirs de l'AMF un alinéa l'autorisant à exiger qu'il soit mis fin au plafonnement des rachats de parts ou actions, ou à limiter à titre provisoire le recours à de tels plafonnements par un ou plusieurs OPCVM ou FIA si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande.

L'AMF a lancé une consultation publique le 1<sup>er</sup> décembre 2016 relative aux conditions de mise en œuvre des mécanismes de plafonnement des rachats dans les OPCVM et FIA. Les propositions de modifications du Règlement général apportent des précisions sur les situations caractérisant les « circonstances exceptionnelles » qui permettent l'activation du mécanisme, via une énumération non limitative. Sont ainsi visées au premier chef les situations dans lesquelles, indépendamment de la

mise en œuvre courante de la stratégie de gestion, les demandes de rachat sont telles qu'au regard des conditions de liquidité de l'actif de la SICAV, du fonds, ou de l'un de ses compartiments, elles ne pourraient être honorées dans des conditions préservant l'intérêt des porteurs et leur équité de traitement. Il faut donc à la fois des conditions de liquidité inhabituelles à l'actif du fonds et des demandes de rachat importantes.

Les dispositions soumises à consultation prévoient d'imposer le principe du plafonnement des demandes de rachat dans les mêmes proportions pour tous les porteurs<sup>5</sup> et interdisent d'accorder tout droit de priorité aux ordres plafonnés qui seraient présentés à nouveau aux valeurs liquidatives suivantes.

L'AMF prévoit aussi que les sociétés de gestion, qui décident d'activer le plafonnement, devront informer l'AMF et les porteurs.

En revanche, le projet ne prévoit pas d'obligation pour la société de gestion d'informer le public (les souscripteurs potentiels) du fait qu'elle a décidé de plafonner provisoirement les rachats d'un fonds en particulier.

Un projet d'instruction, qui est également soumis à consultation par l'AMF, précise l'obligation d'information, tant vis-à-vis des porteurs que de l'AMF, à la charge des sociétés de gestion au moment où celles-ci décident d'introduire un tel mécanisme dans leurs fonds et lorsqu'elles activent le mécanisme de plafonnement<sup>6</sup>.

Ce projet donne quelques indications sur les niveaux de seuils pertinents au regard de la fréquence de la valeur liquidative et précise les modalités possibles de traitement des ordres. Des durées maximales d'utilisation des *gates* sont proposées en fonction des fréquences de valeur liquidative. ■

3. C. mon. fin., art. L. 214-7-4 et L. 214-8-7.

4. C. mon. fin., art. L. 214-24-33 et L. 214-24-41.

5. Sur ce principe, cf. I. Riassetto, *Le traitement équitable des porteurs de parts d'OPC*, Bull. Joly Bourse, janv. 2015, p. 43.

6. L'introduction du mécanisme de *gates* dans les documents constitutifs d'un OPC doit faire l'objet d'un agrément de l'AMF et d'une information des porteurs, lesquels doivent bénéficier d'un droit de sortie sans frais : *Projet d'instr. AMF*, pt. 2.

## Loi du 9 décembre 2016 (loi Sapin 2) – Sociétés de gestion de portefeuille – Transposition de la directive MIF II – Statut d'entreprise d'investissement – Nominee – Souscription de parts – Intermédiaire inscrit.

Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin 2 ».

Commentaire de Fabrice Bussière

Depuis l'adoption de la directive sur les services d'investissement du 10 mai 1993 (DSI), remplacée aujourd'hui par la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers (MIF), seules les personnes morales qui fournissent un service d'investissement, à titre de

profession habituelle, sont des entreprises d'investissement. Pourtant, en droit français (article L. 532-9 du Code monétaire et financier), la définition des entreprises d'investissement est sensiblement plus large. En effet, outre les personnes morales qui fournissent des services d'investissement à titre de profession habituelle<sup>1</sup>, les sociétés de gestion de portefeuille, qu'elles délivrent une activité de gestion individuelle sous mandat ou un service de gestion collective (OPC), relèvent également du même statut. Cette position nationale se justifiait par la volonté de soumettre l'ensemble des gestionnaires de portefeuille à un statut unique et leur appliquer les normes d'organisation les plus élevées, en l'occurrence, celles édictées au niveau européen. Pour

1. C. mon. fin., art. L. 531-4.

autant, le service de gestion collective d'OPC, à la différence de la gestion individuelle, ne constitue pas un service d'investissement, ni en droit interne<sup>2</sup>, ni au regard de la directive MIF. Au plan européen, cette activité se trouve régie par les seules directives OPCVM et AIFM.

La transposition en droit français de la directive MIF II<sup>3</sup> a été l'occasion d'harmoniser le statut des entreprises d'investissement, tel que défini par le Code monétaire et financier, avec la directive MIF, et ce, afin de ne pas soumettre toutes les sociétés de gestions de portefeuille aux dispositions nouvelles de la directive MIF II. L'objectif est d'éviter toute surtransposition de la directive qui placerait les gérants français dans une situation concurrentielle défavorable par rapport aux autres gestionnaires européens. En conséquence, et par souci de cohérence, il est apparu nécessaire d'exclure, en droit interne, les SGP exerçant une activité de gestion collective de la catégorie des entreprises d'investissement, ces dernières étant soumises à l'ensemble des dispositions de la directive MIF II.

Si cette mesure n'a pu être adoptée lors de la transposition de la directive MIF II, l'article 122 de la loi du 9 décembre 2016 (loi Sapin 2)<sup>4</sup> autorise dorénavant le Gouvernement à prendre par ordonnance, et ce, dans un délai de neuf mois à compter de la promulgation de la loi, les mesures « nécessaires à la modification de la définition des prestataires de services d'investissement, des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion de portefeuille, afin de préciser que les sociétés de gestion de portefeuille ne sont pas des entreprises d'investissement ». La même disposition ajoute que devront être adoptées les mesures « nécessaires à l'adaptation de la législation applicable aux sociétés de gestion de portefeuille en ce qui concerne les services d'investissement qu'elles sont autorisées à fournir eu égard au droit de l'Union européenne, leur liberté d'établissement et leur liberté de prestation de services dans d'autres États membres de l'Union européenne et leurs règles d'organisation et de bonne conduite, en particulier les règles relatives à l'obligation de meilleure exécution et de déclaration des transactions, à la nature de leur relation de clientèle avec les porteurs de parts ou d'actions d'organismes de placement collectifs qu'elles gèrent et au régime des conventions entre producteurs et distributeurs d'instruments financiers... ».

Il conviendra alors de distinguer trois catégories de sociétés de gestion de portefeuille. Selon les activités

déployées, elles seront soumises à un régime juridique distinct<sup>5</sup> :

- les SGP fournissant uniquement l'activité de gestion collective, sous la forme d'OPCVM ou de FIA, ne relèveront plus du statut d'entreprise d'investissement. En conséquence, les dispositions nouvelles de MIF II ne leur seront pas applicables. Elles relèveront des dispositions définies dans les directives OPCVM et/ou AIFM ;

- les SGP exerçant à la fois l'activité de gestion collective et de gestion individuelle ne seront plus considérées comme entreprises d'investissement mais demeureront soumises à MIF II pour leur service de gestion individuelle sous mandat<sup>6</sup>. Leur activité de gestion collective relèvera des directives OPCVM et/ou AIFM ;

- les SGP exerçant uniquement la gestion sous mandat resteront soumises aux dispositions de MIF II. Ces dernières devront être agréées par l'ACPR et ne pourront donc plus se prévaloir de leur agrément de SGP délivré par l'AMF. Les SGP et les entreprises d'investissement fournissant le service de gestion individuelle demeureront des prestataires de services d'investissement. Les compétences de l'ACPR et l'AMF seront également modifiées pour intégrer les dispositions nouvelles.

Il convient également de souligner que la loi Sapin 2 renforce le mécanisme de souscription de parts d'OPC par des investisseurs étrangers. Dorénavant, et par dérogation au principe selon lequel tout compte titres est ouvert au nom du propriétaire des titres financiers qui y sont inscrits, le compte titres peut être également être ouvert « au nom d'un intermédiaire inscrit agissant pour le compte d'un ou de plusieurs propriétaires de parts ou d'actions d'organismes de placement collectif, lorsque ces propriétaires n'ont pas leur domicile sur le territoire français au sens de l'article 102 du code civil » (nouvel article L. 211-4 du Code monétaire et financier). Cette nouvelle disposition doit à terme faciliter la souscription des parts d'OPC par les investisseurs étrangers<sup>7</sup>. Un décret d'application précisera les conditions d'application de cette mesure. ■

2. C. mon. fin., art. L. 321-1.

3. Compte tenu notamment des difficultés pratiques soulevées par ce texte, l'entrée en vigueur de cette directive a été reportée au 3 janvier 2018.

4. Publiée au Journal Officiel du 10 décembre 2016.

5. V. AMF, MIF 2, Guide sociétés de gestion, fiche n° 1, 16 mars 2016, disponible sur le site Internet de l'AMF.

6. Ou pour tout autre service d'investissement, comme le service de conseil en investissement que peut fournir une société de gestion relevant de la directive OPCVM ou AIFM.

7. Sur cette pratique du nommée : V. I. Riassetto et M. Storck, *Les Organismes de placement collectif*, tome 1, « Les OPCVM », 2<sup>e</sup> éd. 2016, Joly Editions, n° 215.