

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.