

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

Gestion collective – Information des investisseurs – Valorisation des actifs.

Commission des sanctions AMF, Décision n  2017/18 du 29 décembre 2017.

Les sociétés de gestion de portefeuille doivent fournir une information claire, exacte et précise sur leur site Internet, mais encore sur les brochures destinées aux distributeurs et susceptibles d'être relayées auprès des investisseurs non professionnels. Elles doivent également se doter d'un dispositif opérationnel de valorisation des actifs des OPC sous gestion.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

La protection des investisseurs impose aux sociétés de gestion de portefeuille qui gèrent des organismes de placement collectif (OPC) – OPCVM et FIA – un certain nombre de règles contraignantes qu'elles doivent respecter en permanence. Parmi celles-ci figurent celles relatives à la qualité de l'information qu'elles communiquent aux investisseurs ou investisseurs potentiels quel qu'en soit le support, ainsi que celles relatives à l'évaluation – ou valorisation – des actifs en portefeuille, permettant d'établir la valeur des parts ou les actions des OPC.

Une décision très riche de la Commission des sanctions de l'AMF (n  2017/18) du 29 décembre 2017 apporte des précisions importantes sur les diligences à accomplir. En l'espèce, la société de gestion est agr ee pour la gestion de FIA et de mandats, la réception-transmission d'ordres, la commercialisation d'OPCVM et FIA externes, le conseil en investissement, le conseil en investissement immobilier et la gestion d'organismes de placement collectif immobilier (OPCI). Les OPC gérés par cette société sont investis dans trois principaux secteurs : le capital-risque, le capital transmission, et l'immobilier, comprenant notamment la gestion d'OPCI. La Commission des sanctions de l'AMF lui inflige une sanction pécuniaire de 300 000 euros et un avertissement pour de multiples manquements à

la qualité d'information (1.) et à différents aspects de son dispositif de valorisation des participations (2.).

1. La qualité de l'information

La société de gestion s'est vue reprocher des insuffisances tenant à la qualité – clarté, exactitude, caractère non-trompeur – de l'information communiquée sur son site Internet (1.1.) et dans des brochures destinées aux distributeurs (1.2.). On notera en exergue que la Commission des sanctions a considéré qu'il n'y a pas lieu de se prononcer sur le point de savoir si les faits, qui sont constitutifs de manquements aux dispositions légales et r glementaires spécifiques relatives à la qualité de l'information, sont également contraires aux dispositions générales de l'article L. 533-1 du Code monétaire et financier qui impose à tout prestataire de services d'investissement, d'agir « d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité des marchés », car il s'agit en effet des mêmes faits.

1.1. L'information communiquée sur le site Internet

La décision analys e apporte deux précisions importantes sur l'appréciation de la qualité des informations figurant sur le site Internet d'une société de gestion. La première est que le site Internet, qui porte à la connaissance des investisseurs les produits commercialisés par une société de gestion, est soumis à toutes les exigences prévues par la réglementation, quand bien même ne permet-il pas une souscription en ligne. La solution, qui mérite approbation, est justifiée par le fait que l'information fournie en ligne est une information à caractère promotionnel, qui est à ce titre soumise aux exigences r glementaires. La seconde précision tient à ce que la qualité de l'information délivrée sur le site ne peut être appréciée globalement au regard de l'ensemble des informations y figurant et des documents auxquels le site donne accès, notamment les prospectus, règlements/statuts des OPC et les documents d'information clé pour l'investisseur (DICI). Il convient d'analyser les

documents commerciaux indépendamment les uns des autres. Selon la Commission des sanctions, lorsque les informations figurent sur une page d'un site Internet, celles qui apparaissent sur une page indépendante ou sont accessibles au moyen d'un téléchargement doivent être regardées comme délivrées dans un document séparé. La solution protectrice est logique, car il n'appartient pas au client potentiel, notamment non-professionnel, de procéder à une analyse combinée des informations contenues sur les différentes pages du site. Chaque page doit être, à elle seule, conforme à la réglementation, ce qui n'était pas le cas en l'espèce.

En premier, lieu il était reproché à la société de gestion d'avoir minimisé les risques de pertes de certains produits par rapport aux avantages attendus, au mépris de l'article L. 533-12, I, du Code monétaire et financier. Ce texte dispose que « toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair et non trompeur ». Les informations communiquées aux clients doivent leur permettre raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause. Toute l'information, y compris celle à caractère promotionnel, doit remplir ces exigences, selon l'article 314-10 du règlement général de l'AMF. En particulier, selon l'article 314-11 de ce règlement, l'information délivrée doit s'abstenir de mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants. L'information ne doit pas travestir, minimiser ou occulter certains éléments, déclarations ou avertissements importants¹. Or, la société de gestion présentait sur son site Internet les orientations générales et les objectifs de certains fonds en cours de commercialisation de façon avantageuse. Mais les risques étaient « indiqués de manière incomplète, à défaut de mention des risques de crédit, de liquidité ou de contrepartie, et dans des caractères d'une taille inférieure ». Les investisseurs étaient invités à consulter le DICI et le règlement des fonds pour prendre connaissance de ces risques. Une telle présentation déséquilibrée ne présentait donc pas un contenu exact, clair et non trompeur au sens de l'article L. 533-12 précité.

En second lieu, il était reproché à la mise en cause d'avoir affiché sur son site Internet des études de cas – dans une rubrique éponyme – présentant une rentabilité réalisée ou prévisionnelle qui portait uniquement sur les investissements les plus réussis, et donc de n'être pas représentatives de toutes les opérations réalisées dans le domaine d'activité concerné². Mais le

grief notifié, qui faisait état uniquement d'un manquement aux dispositions de l'article 314-14 du règlement général de l'AMF relatif aux informations comportant des simulations des performances passées ou faisant référence à de telles simulations n'est pas retenu car les études de cas en cause ne fournissaient aucune information comportant de telles simulations. On observera que le guide édicté par l'AMF pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC (Position-recommandation AMF n° 2011-24) ne répertorie pas la pratique de présentation par la société de gestion sur son site Internet de certains de ses produits « phares » comme incompatible avec la réglementation. Mais il va sans dire que cette présentation ne doit pas être trompeuse.

En dernier lieu, la société de gestion indiquait sur son site Internet (rubrique « Reporting ») les performances passées des fonds de capital investissement en les présentant sans avantage fiscal et « avantage fiscal inclus ». Or, l'article 314-16 du règlement général de l'AMF exige que l'information faisant référence à un traitement fiscal particulier comporte un avertissement indiquant de façon bien visible que le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. La position-recommandation AMF n° 2011-24 indique également qu'un avertissement doit figurer systématiquement sur l'ensemble des documents commerciaux communiqués aux souscripteurs relatifs à des FCPR, FCPI et FIP éligibles aux dispositifs fiscaux³. En l'espèce, un tel avertissement n'apparaissait pas sur les pages du site présentant les performances passées en cause et, partant, n'était donc pas « visible » au sens de ce texte, alors que ces pages faisaient référence à cet avantage fiscal. Le manquement à ce texte est dès lors caractérisé.

1.2. Les informations diffusées aux distributeurs

Les brochures dites « réservées aux distributeurs » élaborées par les sociétés de gestion doivent-elles respecter les exigences relatives à la qualité de l'information posées par l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier et les articles 314-10 et suivants du règlement général de l'AMF? Au soutien d'une réponse négative, il pourrait être avancé que ces brochures ne sont pas destinées à être transmises à des investisseurs, qu'ils soient professionnels ou non-professionnels. C'est pourquoi, à défaut de transmission de ces brochures aux clients, la Commission des sanctions a considéré que l'article L. 533-12, qui vise l'information adressée « à des clients, notamment [...] potentiels », est inapplicable. En l'espèce, il est relevé que les brochures n'avaient pas vocation à être communiquées par les distributeurs à des investisseurs non qualifiés. Elles comportaient toutes des mentions indiquant soit qu'elles sont

¹ l'innovation.

1. L'obligation d'information est également détaillée par l'AMF dans son Guide pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC (Position-recommandation AMF n° 2011-24).

2. En l'espèce, les domaines de l'immobilier, du cinéma, du capital-transmission et de

3. Cet avertissement signale que « l'agrément de l'AMF ne signifie pas que vous bénéficierez automatiquement des différents dispositifs fiscaux présentés par la société de gestion de portefeuille. Cela dépendra notamment du respect par ce produit de certaines règles d'investissement, de la durée pendant laquelle vous le détenez et de votre situation individuelle » (Position-Recommandation AMF, n° 2011-24, pt. 10, p. 20).

réservées aux distributeurs et ne peuvent être remises à des investisseurs sans l'accord préalable de la société de gestion, soit qu'elles sont réservées à des investisseurs qualifiés et ne peuvent être remises à des tiers.

En revanche, l'article 314-10, qui mentionne l'information adressée « à des clients non professionnels ou qui parviendra probablement à de tels destinataires », était susceptible de recevoir application⁴. En effet, comme le précise la Commission des sanctions qui retient le manquement « il était probable que, pour les besoins de la commercialisation des fonds, les informations qui figuraient dans ces brochures seraient relayées par les distributeurs, à l'écrit ou à l'oral, auprès de leurs clients non professionnels ». C'est en effet sur la base du contenu de ces brochures élaborées par le producteur que les distributeurs présentent et expliquent le produit au client non-professionnel. Il ressort à l'évidence que si l'information contenue dans ces brochures ne présente pas un caractère clair, exact et non trompeur, il existe des risques non négligeables pour que distributeur délivre à son tour une information présentant ces défauts. En outre, en l'espèce, la notification des griefs a relevé que les distributeurs ne pouvaient eux-mêmes pas vérifier les informations relatives aux caractéristiques des fonds gérés. La qualité de l'information transmise aux distributeurs par la société de gestion doit ainsi permettre de réduire les risques de mauvaise commercialisation par le distributeur.

En l'espèce, il a été relevé que certaines brochures présentaient les rendements de manière déséquilibrée en l'absence de toute mention sur les risques spécifiques aux fonds commercialisés, au mépris des articles 314-10 et 314-11. D'autres faisaient état d'hypothèses de rendement non communiquées ou non pertinentes et donnaient des informations peu claires, inexactes et trompeuses (ni raisonnables, ni fondées sur des éléments objectifs) sur les performances des investissements obligataires réalisés et des fonds gérés, en violation des articles 314-10 et 314-15 du règlement général de l'AMF.

Il était également fait grief à la société de gestion d'importantes défaillances dans son dispositif de valorisation.

2. Le dispositif de valorisation des participations

L'évaluation des actifs en portefeuille des OPC est essentielle, car elle permet de calculer avec précision la valeur nette d'inventaire ou valeur liquidative (Net Asset Value – NAV) des parts ou des actions des OPC sur la base des règles du droit des OPC et des normes comptables en vigueur. Certains actifs ne sont pas aisés à évaluer, notamment dans le capital investissement⁵. C'est pourquoi les sociétés de gestion doivent se doter d'un dispositif opérationnel spécialement dédié à la valorisation des actifs comprenant des procédures (2.1.),

des méthodes (2.2.), et un contrôle interne (2.3.). La Commission des sanctions sanctionne les défaillances de dispositif, comme elle a déjà eu l'occasion de le faire dans la décision du 17 novembre 2016, *Société LMBO et de MM. X. et Y.*

2.1. Les procédures internes

Les sociétés de gestion doivent mettre en place et en œuvre des politiques et procédures internes opérationnelles d'évaluation des actifs des OPC sous gestion. Pour ce qui est des FIA, l'obligation trouve aujourd'hui son fondement dans les articles 59, § 2, 67, § 1, et 69, § 1, du règlement délégué (UE) n° 231/2013 du 19 décembre 2012 – mesure de niveau 2 de la directive AIFM – l'article L. 214-21-14 du Code monétaire et financier⁶ ainsi qu'aux articles 411-24 et 422-26 du règlement général de l'AMF⁷.

La Commission des sanctions a jugé que les procédures en vigueur au sein de cette société étaient imprécises, incomplètes et non opérationnelles et que le manquement aux textes susvisés était caractérisé. En l'espèce, la société avait successivement mis en place deux procédures. Pour la première⁸, il est relevé à partir du recueil des procédures de la société que la valorisation des participations reposait sur deux méthodes, dites des « comparables » et « DCF » (Discounted Cash Flows)⁹, qui n'étaient ni définies ni explicitées. La méthode des « comparables » repose sur une comparaison entre les données de la société à évaluer et celles d'un échantillon de sociétés présentant des caractéristiques comparables en termes, notamment, d'activité, de taille, de risque et de croissance. Sa mise en œuvre suppose d'identifier des sociétés cotées comparables, de déterminer pour chacune d'elle un ratio (valeur d'entreprise/chiffre d'affaires, valeur d'entreprise/résultat net ou valeur d'entreprise/résultat d'exploitation), d'appliquer à la société à évaluer un multiple correspondant à la moyenne ou à la médiane des ratios obtenus et, enfin, le cas échéant, de retenir une décote d'illiquidité afin de corriger un éventuel différentiel de valorisation par rapport à des sociétés comparables cotées, dû par exemple à la meilleure liquidité de leurs titres sur le marché. La méthode des comparables implique ainsi de fixer les ratios et de trouver des sociétés réellement comparables. La Commission des sanctions relève que la procédure appliquée ne comportait aucune indication sur les paramètres à prendre en compte pour appliquer cette méthode, notamment sur les critères de sélection des sociétés comparables, le choix du ratio et

4. V. également la position-recommandation AMF n° 2011-24, point 3, p. 3.

5. F.D. Poitral, *Le Capital-investissement*, 5^e éd., Revue Banque édition, 2015, n° 65 ; F. Moulin et D. Schmidt, *Les Fonds de capital investissement – Principes juridiques et fiscaux*, 2015, 3^e éd., Gualino, n° 135 et s.

6. Issu de l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013, qui a réalisé la transposition de la directive AIFM, ce texte impose à la société de gestion de FIA de veiller à l'établissement de procédures permettant l'évaluation appropriée et indépendante des actifs du FIA et le calcul de la valeur liquidative de ses parts ou actions.

7. Ces textes précisent que les sociétés de gestion d'OPCVM et de FIA à vocation générale établissent, mettent en œuvre et gardent opérationnelles des politiques et des procédures qui permettent un calcul précis de la valeur liquidative, sur la base de leurs comptes, et une bonne exécution des ordres de souscription et de rachat à cette valeur liquidative.

8. En vigueur entre de décembre 2011 à novembre 2014.

9. Sur une autre méthode d'évaluation dite de flux futurs actualisés, v. Déc. Sanct. AMF, 17 nov. 2016, *Société LMBO et de MM. X. et Y.*

du multiple pertinents et les conditions d'application d'une éventuelle décote d'illiquidité. La méthode dite DCF, qui conduit à valoriser une entreprise à la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs, se fonde sur des hypothèses de croissance, d'investissement et de rentabilité à long terme ainsi que sur un taux d'actualisation des flux futurs à déterminer, paramètres sur lesquels la procédure de la société de gestion ne donnait aucune précision. La seconde procédure applicable aux fonds de capital investissement – intitulée « *Évaluation des actifs et calcul des valeurs liquidatives* »¹⁰ – se bornait à indiquer, pour les titres cotés sur un marché réglementé, qu'ils devaient être évalués au cours de bourse, sans préciser à quel cours il était ainsi fait référence, lequel pouvait être par exemple le dernier cours connu ou un cours moyen calculé sur une plus longue période. En ce qui concerne les valeurs non cotées, la procédure prévoyait qu'elles pouvaient être valorisées au prix du marché si les volumes échangés le permettaient ou à la juste valeur (*fair value*) dans le cas contraire, sans préciser la méthodologie de détermination de cette valeur, le contenu des informations à conserver pour justifier de l'établissement du prix, la périodicité de mise à jour des valorisations ou encore les critères de sélection des sources utilisées.

La société de gestion invoquait au soutien de sa défense deux circonstances jugées indifférentes qui méritent d'être signalées. En premier lieu, le fait que les règlements des fonds aient été « validés » sans réserve par la direction de la gestion d'actifs de l'AMF n'implique pas que ces documents aient été considérés comme pouvant faire office de procédure de valorisation opérationnelle. On remarquera qu'elles ne figurent d'ailleurs pas dans le règlement de l'OPC mais dans son prospectus. En second lieu, il importe peu que le commissaire aux comptes de la société de gestion, dont l'avis ne lie pas la Commission des sanctions, ait attesté s'être assuré « de l'existence d'une procédure formalisée et documentée d'évaluation des titres en portefeuille ».

2.2. Les méthodes de valorisation

Aux termes de l'article L. 533-10-1 du Code monétaire et financier¹¹, les sociétés de gestion sont tenues d'employer « 2° une méthode permettant une évaluation précise et indépendante des positions et opérations du portefeuille géré, et notamment de la valeur des contrats financiers de gré à gré ». La règle est explicitée par d'autres dispositions relatives aux FIA qui ont varié dans le temps sur la période contrôlée et qui servent de fondement aux poursuites en la présente espèce¹². En application

de ces règles, les sociétés de gestion sont tenues de respecter un principe de permanence et d'application cohérente des méthodes de valorisation choisies d'un actif à l'autre. Mais aucune méthode particulière de valorisation ne leur est imposée.

En l'espèce, la Commission des sanctions a considéré que les méthodes de valorisation appliquées étaient imprécises, peu fiables et susceptibles d'être arbitraires. Les procédures internes ne permettaient pas en effet de déterminer précisément les méthodes employées par la société de gestion. Celle-ci a déclaré qu'elle valorisait les titres cotés sur un marché réglementé au dernier cours de bourse connu et les titres cotés sur Alternext ou non cotés à leur juste valeur. Elle a indiqué que la juste valeur était obtenue en appliquant « a. le prix d'un investissement récent / le prix du dernier tour / b. la méthode DCF (*Discounted Cash Flow / actualisation du cash-flow*) / c. la méthode des comparables (*multiples sectoriels*) / d. un mix des deux méthodes 'b' et 'c' » et a fourni une description succincte des méthodes auxquelles elle a fait référence. Selon la Commission des sanctions, ce dispositif ne permettait pas de déterminer les paramètres pris en compte (application d'une moyenne ou d'une médiane entre les multiples et, éventuellement, d'une décote d'illiquidité en cas de recours à la méthode des comparables, mention des sources utilisées, etc.), ni en quoi consiste le mix des méthodes des comparables et DCF, ni quel indicateur précis de liquidité ou seuil d'alerte déclenchait une valorisation au dernier cours de bourse des titres cotés sur un marché non réglementé. Elle constate en outre que les fiches de valorisation de treize sociétés versées au dossier font ressortir des incohérences et une absence de documentation des méthodes retenues pour certains titres. Par ailleurs, certaines participations ont fait l'objet d'un changement de méthode de valorisation, sans que les raisons avancées n'apparaissent suffisantes pour justifier une dérogation au principe de permanence des méthodes de valorisation.

Elle ajoute à juste titre que la « prétendue conformité » de ces méthodes aux principes énoncés par le Guide de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC) « Guide international d'évaluation à usage du capital-investissement et du capital-risque »¹³ ne peut justifier ces insuffisances. À supposer que cette conformité soit avérée, les recommandations de ce guide n'ont pas valeur normative. Cette solution est parfaitement justifiée car ce guide n'a pas été élevé par l'AMF au rang de « règles professionnelles » au sens de l'article 314-2, alinéa 2, du règlement général de l'AMF, de sorte que les recommandations qu'il contient ne sont pas contraignantes.

10. Mise en place à partir du mois d'août 2014.

11. Dans sa version en vigueur depuis le 3 août 2011 non modifiée sur ces points depuis.

12. L'article 411-24 du règlement général de l'AMF – entre le 31 décembre 2011 et le 31 décembre 2014 –, les articles 59-2, 67-1 et 69-1 du règlement délégué (UE) n° 231-2013 de la Commission du 19 décembre 2012, ainsi que les articles L. 214-24-13 et L. 214-24-14 du code monétaire et financier – entre le 1^{er} juillet 2014 et le 31 décembre 2014 –, l'article 422-26 du règlement général de l'AMF – entre le 21 décembre 2013 et le 31 décembre 2014 –, l'article 121-4 du règlement du CRC n° 2003-02 – entre le 31 décembre 2011 et le 14 octobre 2014 – et les articles 121-4 et 321-1 du règlement de l'ANC n° 2014-01 du 14 janvier 2014 relatif au plan comptable des OPC à capital variable – entre le 15 octobre et le 31 décembre 2014.

13. Publié par l'AFIC, la British Venture Capital Association (BVCA) et l'European Venture capital Association (EVCA) en juin 2002.

2.3. Le contrôle interne

Comme tous les prestataires de services d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille sont tenues d'établir et de maintenir opérationnels des mécanismes de contrôle interne appropriés¹⁴, ainsi qu'une fonction de conformité efficace¹⁵, afin de détecter tout risque de non-conformité à leurs obligations professionnelles. Elles doivent en outre s'assurer de la conservation des informations relatives aux contrôles effectués¹⁶.

En l'espèce, la société de gestion se voit reprocher le caractère non opérationnel de son contrôle interne, tant périodique que permanent, en ce qu'il n'a pas permis de détecter, pour ses fonds de capital investissement, les carences et dysfonctionnements des procédures internes et méthodes de valorisation, en

violation des articles 313-1¹⁷, 313-2¹⁸, 313-53¹⁹ et 313-54²⁰ du règlement général de l'AMF. En effet, son plan de contrôle prévoyait un contrôle permanent du processus de valorisation des participations des fonds de capital investissement réalisé « au fil de l'eau » par le responsable de la conformité et du contrôle interne. Mais eu égard aux documents archivés disponibles, la Commission des sanctions a estimé que les contrôles permanents portant sur les méthodes et processus de valorisation n'étaient ni documentés ni traçables. Pour ce qui concerne le contrôle périodique, elle relève sa fréquence insuffisante (un seul contrôle en trois ans) et le fait que le prestataire chargé de ce contrôle n'a pas identifié les insuffisances du processus de valorisation après s'être borné à constater l'existence d'une procédure interne sans en évaluer la qualité. ■

14. Règl. gén. AMF, art. 313-54, IV, dans sa version en vigueur depuis le 21 oct. 2011. Ce texte est devenu l'article art. 321-23, IV, du règlement général de l'AMF depuis le 3 janvier 2018.

15. Règl. gén. AMF, art. 313-1, 313-2 devenus Règl. gén. AMF, art. 321-30 et 321-31 depuis le 3 janvier 2018.

16. Règl. gén. AMF, art. 313-53.

17. Devenu Règl. gén. AMF, art. 321-30 depuis le 3 janvier 2018.

18. Devenu Règl. gén. AMF, art. 321-31 depuis le 3 janvier 2018.

19. Devenu Règl. gén. AMF, art. 321-74 depuis le 3 janvier 2018.

20. Devenu Règl. gén. AMF, art. 321-23, IV, depuis le 3 janvier 2018.

Séparation des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion de portefeuille : modification du livre III du Règlement général de l'AMF.

Arrêté du 20 décembre 2017 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Commentaire de Michel Storck

Afin de mettre en œuvre la séparation du régime juridique des entreprises d'investissement de celui des sociétés de gestion de portefeuille réalisée dans le Code monétaire et financier¹, l'AMF a lancé en novembre 2017 une consultation publique concernant des propositions de modifications à apporter au livre III de son règlement général (RGAMF). Après achèvement de cette consultation, l'AMF a publié la dernière version de son RGAMF applicable à partir du 3 janvier 2018.

Restructuration du livre III du RGAMF. Dans ce cadre, l'AMF s'est efforcée de favoriser la lisibilité de son règlement général en engageant un réaménagement complet du Livre III suivant la logique de segmentation des métiers. Cette restructuration du plan du Livre III ne modifie pas la réglementation des activités de gestion collective qui a été maintenue à droit constant, moyennant des ajustements rédactionnels. Chaque prestataire peut trouver, en fonction de son activité (PSI, SGP d'OPCVM, SGP de FIA et SGP d'autres

placements collectifs), les dispositions qui lui sont propres au sein des titres dédiés.

Quatre parties distinctes sont créées, correspondant aux quatre régimes existants (MIF, AIFM, OPCVM et régime national).

Dans ce cadre, à la suite du Titre I^{er} mis en conformité avec les textes MIF 2², le Titre I^{er} bis consacré aux SGP de FIA a été conservé et un Titre I^{er} ter et un Titre I^{er} quater ont été créés afin d'encadrer, respectivement, le régime des SGP d'OPCVM et le régime des sociétés de gestion de placements collectifs autres que les SGP de FIA et les SGP d'OPCVM. Pour la création du nouveau Titre I^{er} ter consacré aux SGP d'OPCVM, il a été procédé à une sélection des dispositions pertinentes pour les SGP d'OPCVM de l'actuel Titre I^{er} puis à leur reprise dans ce nouveau Titre³.

Le nouveau Titre I^{er} quater est consacré aux autres sociétés de gestion de placements collectifs : sont visées les SGP d'organismes de titrisation, les SGP de FIA dédiés à un groupe, les SGP de FIA en dessous des seuils n'ayant pas opté pour le régime de la directive AIFM, les SGP d'« autres placements collectifs » et les gestionnaires de EuVECA et de EuSEF. Les SGP relevant de ce titre sont soumises, sauf dispositions contraires, au régime du nouveau Titre I^{er} ter (SGP d'OPCVM) et les dispositions spécifiques à certaines sociétés de gestion gérant des FIA en dessous des seuils d'AIFM (FCPE, SCPI...) figurant dans l'actuel Titre I^{er} sont reprises à droit constant. Les gestionnaires d'autres FIA en dessous des seuils réservés

1. Ordonnance du 22 juin 2017, décret en Conseil d'État du 9 août 2017 et décret simple du 6 septembre 2017; I. Riassetto et M. Storck, « La séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement », RDBF n° 17, juillet 2017.

2. Le Titre I^{er} s'applique aux PSI non SGP ainsi qu'aux SGP lorsqu'elles fournissent des services d'investissement, par l'effet des renvois.

3. Les articles non pertinents pour la gestion d'OPCVM ne sont pas repris; les renvois vers les instructions et les renvois vers les règlements européens sont supprimés; des modifications de fond sont apportées.

aux investisseurs professionnels et les gestionnaires de EuVECA ou de EuSEF font chacun l'objet d'un article ad hoc, comme dans l'ancien Titre I^{er}.

Encarts informatifs. À compter du 3 janvier 2018, les dispositions du livre III du RGAMF devront être lues conjointement avec les dispositions pertinentes des règlements européens applicables.

Pour améliorer la lisibilité du RGAMF, l'AMF a précisé qu'elle étendra l'application de la pratique existante des encarts informatifs. Ainsi, sur une matière, un sujet ou une disposition donné, le lecteur du RGAMF aura, grâce à l'insertion d'encarts dans le RGAMF, connaissance de l'existence de dispositions applicables figurant dans un ou plusieurs règlements européens auxquels il sera renvoyé par des liens hypertextes et/ou d'instructions de l'AMF.

La jurisprudence européenne limitant le renvoi vers des règles communautaires dans les textes nationaux ou leur reproduction dans ces textes, les encarts ne mentionneront pas les articles applicables d'un règlement européen concernant une matière considérée : chaque encart renverra vers les règlements européens et les textes de doctrine pertinents applicables dans une matière donnée.

La création de ces encarts sera étendue à l'ensemble des Livres du RGAMF.

Procédure de déclaration des incidents en matière de gestion de placements collectifs. Une nouvelle procédure de déclaration des incidents en matière de gestion de placements collectifs est introduite. En application de l'article L. 621-8-4 du Code monétaire et financier, les dirigeants effectifs des SGP d'OPCVM⁴ et de FIA⁵ informent sans délai l'AMF des incidents dont la survenance est susceptible d'entraîner pour la société de gestion de portefeuille une perte ou un gain, un coût lié à la mise en cause de sa responsabilité civile ou pénale, à une sanction administrative ou à une atteinte à la réputation. Les dirigeants informent également l'AMF de tout événement ne permettant plus à la société de gestion de portefeuille de satisfaire aux conditions de son agrément.

Une table de concordance a été établie pour identifier les dispositions ayant fait l'objet d'une nouvelle numérotation dans les Livres III et V.

La séparation des régimes des EI et des SGP implique une mise à jour de la doctrine de l'AMF (instructions, positions et recommandations), qui sera réalisée dans les prochains mois. ■

4. Article 321-35 du RGAMF.

5. Article 318-6 du RGAMF.

Mandat de gestion – Dépassement de mandat – Faute (oui) – Perte financière (oui) – Responsabilité de la société de gestion (oui).

Cass. com 6 décembre 2017.

Commentaire de Fabrice Bussière

En comparaison avec un OPC¹, le mandat de gestion de portefeuille offre à l'épargnant l'avantage de disposer d'une plus grande visibilité sur les instruments financiers achetés ou vendus pour son compte par le gestionnaire de portefeuille. En effet, par construction, le professionnel mouvemente le compte titres ouvert au nom de son client. S'agissant d'un OPC, la garde des actifs est assurée par le dépositaire. En revanche, cette plus grande transparence sur les actes de gestion alimente en pratique les réclamations sur l'éligibilité d'un titre au portefeuille du client sous mandat. Ainsi, dans l'arrêt rapporté de la Cour de cassation (Ch. com) du 6 décembre 2017, une société avait confié la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers à une société de gestion, à charge pour cette dernière d'adopter une gestion financière prudente « afin d'obtenir la valorisation du capital confié sans prendre de risque ». Or, courant 2010, le professionnel souscrivait, dans le cadre du mandat, des obligations émises par l'État grec, juste avant la crise touchant cet État. La convention de mandat est résiliée

en 2012, entraînant la cession desdits titres. Le client, constatant une moins-value sur les titres grecs, assigne en responsabilité la société de gestion et obtient gain de cause en 1^{re} instance, puis devant la Cour d'appel. La Cour de cassation rejette le pourvoi déposé par la SGP. La Cour de cassation rappelle, de manière très claire, que le non-respect des dispositions contractuelles du mandat de gestion entraîne la responsabilité du professionnel à l'égard de son client. En l'espèce, la société de gestion faisait valoir que les obligations grecques faisaient partie, parmi d'autres valeurs mobilières, du portefeuille géré sous mandat, et qu'il convenait d'apprécier les résultats de la gestion financière sur l'ensemble du portefeuille. En d'autres termes, le client ne devait pas se focaliser sur la seule moins-value constatée sur les titres grecs. L'argument est rejeté par la Haute juridiction qui énonce que « le préjudice causé par le non-respect d'un mandat de gestion est constitué par les pertes financières nées des investissements faits en dépassement du mandat, indépendamment de la valorisation éventuelle des autres fonds investis et de l'évolution globale du reste du portefeuille géré conformément au mandat ». Elle ajoute que « le préjudice causé par la faute ainsi caractérisée était constitué par la perte financière constatée lors de la cession des titres litigieux et par celle de tout rendement de ces investissements ». Quelle que soit la performance du portefeuille, positive ou négative, la société de gestion engage sa responsabilité si elle ne respecte pas les dispositions contractuelles du mandat, et notamment les dispositions définissant les titres éligibles à l'investissement. En l'occurrence, les titres grecs n'entraient pas dans les investissements

1. Sur les différences entre les deux modes de gestion financière, V. I. Riassetto et M. Storck, *Les Organismes de placement collectif*, T1, OPCVM, 2^e édition, Joly Editions, n° 2 et s.

possibles définis contractuellement entre le client et le prestataire. Il n'y a pas lieu de procéder à d'autres recherches de la part du juge. Ainsi, le professionnel ne pourra pas être exonéré de sa responsabilité si, d'une part, la performance du portefeuille est en ligne avec l'objectif global affiché dans le mandat de gestion, et d'autre part, si les titres non éligibles auraient pu être profitables à un moment donné pour l'investisseur. Un retour sur investissement ne rend pas davantage les titres éligibles au contrat de mandat. Le gestionnaire soutenait qu'il fallait attendre l'échéance des obligations pour s'assurer que leur acquisition faisait naître une

moins-value pour le client. L'argument est rejeté. L'arrêt du 6 décembre 2017 rappelle ainsi l'importance pour les professionnels de bien paramétrer leurs outils de gestion pour éviter autant que possible tout dépassement des contraintes prévues par le mandat de gestion. Cette exigence est d'autant plus sensible que l'AMF a indiqué récemment qu'elle allait renforcer sa supervision sur les activités de gestion individuelle². ■

2. V. AMF, Priorités de supervision 2018 de l'AMF, 18 janvier 2018, disponible sur le site internet de l'AMF.

Fournisseur d'indices financiers de référence – Impacts pour les sociétés de gestion de portefeuille – OPC – Agrément/enregistrement des sociétés de gestion – Utilisation des indices – Information des porteurs.

Règlement « Benchmark » du 8 juin 2016.

Commentaire de Fabrice Bussière

Au titre des nouveaux textes importants pour les gérants d'actifs, il convient de mentionner l'entrée en vigueur en janvier 2018 du Règlement (UE) n° 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement¹ (plus connu sous le nom de « Règlement Benchmark »). Pour mémoire, l'adoption de ce texte trouve son origine dans les récentes affaires de manipulation d'indices de références (de taux d'intérêt tels que le Libor ou l'Euribor) qui ont défrayé la chronique de la presse financière ces dernières années. Ce texte européen poursuit l'objectif d'éviter à l'avenir tout risque de manipulation de ces indices en encadrant les conflits d'intérêts lors de la fourniture desdits indices et, en conséquence, protéger l'épargnant ou le consommateur ainsi que le marché contre de telles tentations de manipulation. Ces indices sont présents depuis de nombreuses années dans le fonctionnement des OPC. Par exemple, on les rencontre dans les gestions passives ou indiciaires, mais aussi fréquemment comme indicateur pour calculer des frais de gestion (notamment de surperformance). Ce Règlement Benchmark a vocation à s'appliquer seulement aux acteurs participant à la fourniture et l'utilisation des indices. Il ne régit pas en conséquence la construction des indices. Les sociétés de gestion sont concernées principalement par ce Règlement, pour leur activité de gestion collective², à un double titre.

Tout d'abord, lorsque le gestionnaire agit comme administrateur d'indice, c'est-à-dire en tant que fournisseur d'indices, il relève du nouveau Règlement dès lors que l'indice est considéré comme un « indice de référence ». Ce dernier est défini très précisément par le nouveau Règlement. Ainsi, un indice est « tout chiffre qui est publié ou mis à la disposition du public, qui est régulièrement déterminé par [...] l'application d'une formule ou de toute autre méthode de calcul [...] et sur la base d'une valeur d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents ou prix » (art. 3). Par ailleurs, est considéré comme indice de référence « tout indice par référence auquel sont déterminés le montant à verser au titre d'un instrument ou d'un contrat financier ou la valeur d'un instrument financier, ou un indice qui est utilisé pour mesurer la performance d'un fonds d'investissement dans le but de répliquer le rendement de cet indice, de définir l'allocation des actifs d'un portefeuille ou de calculer les commissions de performance » (art. 3). Sont donc notamment visés, au titre de cette définition, les indices de taux d'intérêt, les indices de matière première ou les indices reposant sur l'application d'une formule recourant à des valeurs liquidatives d'OPC (OPCVM ou FIA). Quand la société de gestion agit comme administrateur d'un indice de référence, elle doit être alors enregistrée, voire agréée, selon la catégorie d'indice³, auprès de son autorité de tutelle, en l'occurrence l'AMF pour les gestionnaires de portefeuille français (art. 34 et s.). Des contraintes sont prévues par le Règlement pour obtenir cet agrément ou enregistrement : la société doit notamment établir un dispositif de gouvernance solide comprenant une structure organisationnelle claire avec un partage des rôles et des responsabilités défini pour les personnes qui participent à la fourniture de l'indice (art. 4 et s.), dispo-

d'application du nouveau Règlement (V. article 1^{er}). Par ailleurs, quand bien même le nouveau Règlement ne vise que les OPCVM au sens de la directive 2009/65/CE, l'AMF a décidé d'appliquer, par souci de cohérence, les nouvelles dispositions aux FIA.

1. Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, publié au JOUE du 29 juin 2016.

2. En effet, l'activité de mandat de gestion individuelle n'entre pas dans le champ

3. En fonction de critères quantitatifs ou qualitatifs, le Règlement (article 3-1-25) distingue trois types d'indices de référence : les indices d'importance critique, les indices d'importance significative et les indices d'importance non significative. Les premiers peuvent avoir une incidence sur l'intégrité du marché et la stabilité financière et se trouvent de ce fait les plus encadrés par le Règlement du 8 juin 2016. V. règlement d'exécution (UE) 2016/1368 de la Commission du 11 août 2016 établissant une liste des indices de référence d'importance critique utilisés sur les marchés financiers, conformément au règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil, JOUE 12 août 2016.

ser d'une politique de prévention et d'encadrement des conflits d'intérêts pour garantir que tout jugement dans la détermination d'un indice soit exercé de manière indépendante et honnête (article 4 Règlement), mettre en place une fonction de supervision efficace et permanente (article 5) et disposer d'un cadre de contrôle permettant de s'assurer du respect du Règlement (article 6), faire preuve de transparence à l'égard de l'investisseur sur la méthodologie utilisée (article 13 Règlement), mettre en œuvre un code de bonne conduite applicable aux contributeurs à l'indice (article 15 Règlement) et veiller à ce que les données sous-jacentes des indices de référence soient exactes et fiables (article 11 Règlement). On relèvera qu'un régime particulier est prévu pour les administrateurs situés dans des pays tiers (article 32 Règlement). La liste des administrateurs d'indices et des indices de référence est publiée par l'ESMA sur un registre public accessible à tous (article 36 Règlement). Un calendrier précis pour s'enregistrer ou être agréé est défini par le Règlement, qui varie selon la date de fourniture de l'indice de référence (article 51 Règlement).

Par ailleurs, des contraintes s'appliquent également lorsque les gestionnaires de portefeuille utilisent des indices de référence pour les OPCVM et les FIA dont ils assurent la gestion (article 29 Règlement). D'une part, la société de gestion doit s'assurer préalablement que l'administrateur de l'indice est bien enregistré ou agréé,

en consultant la liste établie par l'ESMA. Elle doit également mettre en place une procédure décrivant les situations où l'indice de référence disparaît ou vient à être remplacé. D'autre part, une information aux porteurs, claire et visible, doit être assurée par la société de gestion via le prospectus sur l'identité de l'administrateur, son inscription sur le registre de l'ESMA et sur l'indice de référence lui-même. Les plans types des prospectus des OPCVM et FIA ont été mis à jour en janvier 2018 pour intégrer ces informations supplémentaires à l'attention des investisseurs⁴. Ces mentions doivent figurer dans tout OPC créé à compter du 1^{er} janvier 2018. Pour le stock des OPC existant au 1^{er} janvier 2018, la mise à jour des prospectus doit intervenir avant le 1^{er} janvier 2019. L'ESMA devrait publier un Q&A prochainement pour préciser certaines notions mentionnées dans le Règlement du 8 juin 2016, notamment affiner les situations dans lesquelles une société de gestion « utilise » un indice de référence au sens du présent texte⁵. ■

4. V. notamment Instruction AMF n° 2011-19 (OPCVM) et Instructions AMF n° 2011-20 et 2012-06 (FIA).

5. Par exemple, l'utilisation a posteriori par une société de gestion d'un indice de référence dans un compte-rendu de gestion (*reporting*); dans ce dernier cas, le Règlement n'a pas vocation à notre sens à s'appliquer au gestionnaire.