

# CHRONIQUE

## GESTION DE PORTEFEUILLE



**FABRICE BUSSIÈRE**

Direction  
juridique  
Amundi



**ISABELLE RIASSETTO**

Professeur  
à l'Université  
du Luxembourg



**MICHEL STORCK**

Professeur  
émérite  
à l'Université  
de Strasbourg

### La société de gestion de portefeuille et le groupement d'investissement forestier (GFI)

**Un groupement d'investissement forestier (GFI) est aujourd'hui un FIA par nature. Sa société de gestion de portefeuille doit le doter d'un dépositaire et respecter toutes les obligations professionnelles afférentes à son régime : règles d'organisation et de bonne conduite, règles de commercialisation et d'information des investisseurs.**

Comm. sanctions AMF, 25 juill. 2019, SAN-2019-11.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

Un groupement forestier est, selon l'article L. 331-1 du Code forestier, une société civile créée en vue de la constitution, l'amélioration, l'équipement, la conservation ou la gestion d'un ou plusieurs massifs forestiers ainsi que de l'acquisition de bois et forêts. Les groupements forestiers d'investissement (GFI) ont été créés par la loi n° 2014-1170 du 13 octobre 2014 d'avenir pour l'agriculture, l'alimentation et la forêt, qui a inséré dans ce code un article L. 331-4-1, qui, énonce, en son I, que « tout groupement forestier [...] qui lève des capitaux auprès d'investisseurs, en vue de les investir, dans l'intérêt de ces derniers et conformément à une politique d'investissement que ce groupement ou sa société de gestion définit, est un groupement forestier d'investissement » (GFI).

La Commission des sanctions de l'AMF a eu, pour la première fois, l'opportunité de connaître des GFI à travers certains manquements d'une société de gestion de portefeuille qui gérait, au 30 mars 2016, 34 GFI représentant un encours de 73,4 millions d'euros, détenant 63 massifs forestiers implantés en France métropolitaine pour un total de 8 000 hectares, dont les GFI assuraient la gestion technique. Elle inflige une sanction pécuniaire de 200 000 euros et un avertissement à cette société ainsi qu'un avertissement à son dirigeant. Après s'être penchée

sur la qualification juridique des GFI (1.), la Commission retient à leur encontre cinq séries de manquements aux obligations applicables à ces fonds d'investissement. La longue liste de manquements confrontée à taille limitée de cette chronique nous invite à restreindre notre analyse à ceux relatifs à l'exigence d'un dépositaire (2.) ainsi qu'à la commercialisation et à l'information des investisseurs (3.). On signalera que la société de gestion a également manqué à son obligation d'établir et de maintenir un dispositif de contrôle approprié et opérationnel, notamment en ne communiquant pas à son déléguataire les informations pertinentes lui permettant de s'acquitter de sa mission, ainsi qu'à ses obligations relatives à son dispositif de gestion des conflits d'intérêts (absence de procédure efficace et opérationnelle, de tenue de registre des conflits d'intérêts et de déclaration de modification des conditions de l'agrément).

#### 1. Nature juridique du GFI

Un GFI est, selon l'article L. 331-4-1 du Code forestier précité, un groupement forestier « qui lève des capitaux auprès d'investisseurs, en vue de les investir, dans l'intérêt de ces derniers et conformément à une politique d'investissement que ce groupement ou sa société de gestion définit ». D'emblée, un GFI n'est pas un OPCVM au sens de la directive 2009/65/CE, car ce dernier ne peut investir dans des bois et forêts. Un GFI est-il un fonds d'investissement alternatif (FIA) et, dans l'affirmative, lequel ? Les FIA sont définis à l'article L. 214-24, I, du Code monétaire et financier, qui transpose l'article 4 paragraphe 1, a), de la directive AIFM, comme « les fonds d'investissement relevant de la directive 2011/61/UE [...], dits "FIA" : / 1° Lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent ; / 2° Ne sont pas des OPCVM ». Les éléments caractéristiques d'un FIA sont précisés par l'AMF dans sa position n° 2013-16 du 13 octobre 2013 - Notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, qui

reprend les orientations émises par l'ESMA<sup>1</sup>. Il existe deux catégories de FIA : les FIA par nature visés au paragraphe II de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier et les « autres FIA », encore appelés FIA « par objet », mentionnés au III de ce texte. Les FIA par nature sont énumérés par le II de l'article L. 214-24 et leur régime juridique est détaillé par le Code monétaire et financier. Les autres FIA répondent à la définition du FIA, mais leur régime n'est pas détaillé par les textes. Certains peuvent néanmoins être dotés d'un régime embryonnaire.

La Commission des sanctions s'est prononcée sur la qualification des GFI qui étaient soumis à son appréciation. Elle a rappelé le clivage temporel qui marque leur régime. Avant le 3 janvier 2018, date d'entrée en vigueur de l'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette, les GFI ne figuraient pas parmi les FIA par nature au sens de l'article L. 214-24, II, du Code monétaire et financier. Ils étaient néanmoins susceptibles de répondre à la définition du FIA, de sorte qu'ils pouvaient être qualifiés d'« autres FIA » au sens du paragraphe III de ce texte. L'AMF l'avait d'ailleurs déjà précisé<sup>2</sup>. Jusqu'en 2018, les GFI bénéficiaient d'un régime juridique embryonnaire fixé à l'article L. 331-4-1 du Code forestier<sup>3</sup>.

Depuis le 3 janvier 2018, les GFI sont devenus des FIA par nature au sens du II de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier. Ils ne sont pas agréés par l'AMF. Comme l'énonce la décision analysée, l'ordonnance de 2017 a modifié l'intitulé du paragraphe 4 de la sous-section 2 de la section 2 du chapitre IV du titre I<sup>er</sup> du Livre II du Code monétaire et financier pour y intégrer les GFI. Ils sont désormais réglementés par les articles L. 214-86 et suivants du Code monétaire et financier et les articles 422-189 et suivants du règlement général de l'AMF. L'instruction AMF DOC-2019-04 – Sociétés civiles de placement immobilier, société d'épargne forestière et groupements forestiers d'investissement, du 13 mars 2019, complète le dispositif.

En l'espèce, la Commission des sanctions retient la qualification d'« autre FIA » pour les 34 GFI, dont les parts étaient détenues par plus de 3 500 investisseurs essentiellement non-professionnels. Il importe de souligner que le gestionnaire de ces FIA se situait, au regard des encours gérés, en dessous du seuil de 100 millions d'euros de la directive AIFM<sup>4</sup>. Cette société de gestion n'avait cependant pas opté pour l'application intégrale de la directive AIFM dans sa demande d'agrément. Elle

était donc soumise partiellement à la directive AIFM et, partant, au régime allégé que prévoit l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier.

## 2. Exigence d'un dépositaire

Les gestionnaires de FIA par nature et « d'autres FIA » ont, depuis la transposition de la directive AIFM, l'obligation de désigner un dépositaire unique pour chaque FIA géré et commercialisé auprès d'investisseurs non professionnels. Pour les « autres FIA », la règle est posée par l'article L. 214-24, III, 2° et par l'article L. 214-24-4 du Code monétaire et financier. Pour les FIA par nature, l'article L. 214-24, II, de ce code renvoie à l'article L. 214-24-4, de sorte que le statut de FIA par nature conféré aux GFI depuis le 3 janvier 2018 n'a pas d'incidence sur l'obligation de désignation d'un dépositaire.

En revanche, le régime transitoire prévu par l'article 61, paragraphe 3, de la directive AIFM, transposé par l'article 33 de l'ordonnance n° 2013-676 du 25 janvier 2013, prévoit que « III. – Les gestionnaires qui gèrent des FIA de type fermé au sens de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 susvisée avant la date de publication de la présente ordonnance et ne réalisent pas d'investissements supplémentaires après cette date peuvent continuer à gérer de tels fonds sans demander leur agrément en qualité de société de gestion de portefeuille ». Les gestionnaires concernés n'ont pas non plus l'obligation de désigner un dépositaire pour ces FIA, comme l'a précisé la position AMF Questions-réponses relatives à la transposition en droit français de la directive AIFM - DOC-2013-22<sup>5</sup>. Il s'agit d'un régime d'exemption totale de respecter les dispositions de la directive AIFM applicables aux FIA<sup>6</sup>, subordonné au respect de conditions cumulatives.

Pour bénéficier de ce régime, il importe que le FIA soit un FIA de type fermé ayant cessé ses investissements avant le 27 juillet 2013. La première condition est d'être un FIA de type fermé. La décision analysée rappelle que « Les FIA de type fermé sont, par une lecture a contrario de l'article 1er (2) du règlement délégué (UE) n° 694/2014 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes techniques de réglementation déterminant des types de gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs, sont des FIA ne permettant pas le rachat des parts par les porteurs avant le début de la phase de liquidation du fonds »<sup>7</sup>. On observera que la Commission des sanctions a reconnu la qualité de FIA de type fermé à des GFI, constitués entre les mois de février 2012 et octobre 2013, qui interdisent le rachat ou remboursement des parts à la demande des investisseurs pendant quatre ans, alors que l'article 1, paragraphe 5, du règlement délégué (UE) n° 694/2014 fait

1. ESMA, Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ESMA/2013/611, 13.08.2013.

2. AMF, Directive AIFM, Guide des mesures de modernisation apportées aux placements collectifs français, juill. 2013, p. 3.

3. Il est précisé que l'offre au public de ses parts sociales par un GFI est soumise aux articles L. 214-86 à L. 214-113 du Code monétaire et financier visant les SCPI et les sociétés d'épargne forestière sous réserve de respecter les conditions fixées par l'article L. 331-4-1, II du Code forestier. En outre, les parts des GFI sont, par assimilation à des instruments financiers, soumises à la compétence de l'AMF pour le contrôle de l'information et la mise en œuvre des règles de bonne conduite des professionnels du secteur. Les renvois à certaines dispositions du Code monétaire et financier ne permettaient cependant pas de préciser le régime général de fonctionnement des GFI.

4. C. mon. fin., R. 532-12-1 sur renvoi de l'article L. 532-9.

5. « 1.6. L'exemption pour la personne morale gérant des FIA de type fermé avant juillet 2013 et ne réalisant pas d'investissements supplémentaires après cette date d'être agréée en qualité de société de gestion de portefeuille la dispense-t-elle également de respecter les autres dispositions relatives aux FIA (dépositaire, reporting, etc.) ? Le III de l'article 33 de l'ordonnance n° 2013-676 prévoit que les gestionnaires qui gèrent des FIA de type fermé (au sens de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011) avant la date de publication de ladite ordonnance et ne réalisent pas d'investissements supplémentaires après cette date peuvent continuer à gérer de tels fonds sans demander leur agrément en qualité de société de gestion de portefeuille. »

6. Ibid.

7. JOUE, L. 185/18, 24.6.2014.

référence à une période initiale de blocage d'au moins 5 ans<sup>8</sup>. La seconde condition est que le FIA ait cessé ses investissements au 27 juillet 2013. Comme l'indique à juste titre la Commission, « la désignation d'un dépositaire pour les GFI existant au cours de la période transitoire n'est pas conditionnée à l'ouverture de leur capital mais à la poursuite des investissements postérieurement au 27 juillet 2013 ». Il convenait donc de vérifier pour chaque GFI visé par la notification de griefs, la date de leur dernier investissement. Six GFI ont acquis des massifs forestiers et, partant, procédé à des investissements postérieurement à la date charnière de juillet 2013, la date pertinente à prendre en considération étant celle des actes authentiques relatifs aux dernières acquisitions<sup>9</sup>. En l'espèce, la Commission des sanctions a considéré que la société de gestion a manqué à son obligation de désignation d'un dépositaire dans 11 GFI sur 14.

Par ailleurs, la société de gestion n'avait pas assuré l'accès permanent de ses dépositaires aux informations concernant les GFI qui en étaient dotés, au mépris de l'article 323-40 du règlement général de l'AMF. Ce texte impose aux sociétés de gestion de fournir dès le début des fonctions et en permanence – ou « à première demande » comme le prévoient les conventions dépositaires –, un accès à l'ensemble des informations comptables des GFI, afin de leur permettre d'assurer leur fonction de « contrôleur dépositaire » consistant notamment à vérifier la réalité de chacun des actifs détenus par les GFI et leurs flux de liquidités<sup>10</sup>. En l'espèce, l'un des dépositaires avait, dans le cadre d'une procédure d'escalade, formulé en vain de nombreuses demandes d'information, alors que l'autre n'avait pas émis d'alerte, mais avait déclaré aux contrôleurs de l'AMF un retard dans la fourniture des informations nécessaires à l'exercice de sa mission.

### 3. Commercialisation et information des investisseurs

Il était également reproché à la société de gestion d'avoir manqué à son obligation de disposer d'une procédure opérationnelle concernant l'élaboration, la validation et la diffusion de la documentation commerciale, en violation de l'article 313-1 du règlement général de l'AMF<sup>11</sup>. En l'espèce, la procédure, qui lui avait été livrée par son délégataire, ne comportait ni date de mise à jour, ni date de validation et mention de l'identité de la personne en

charge de cette validation. Elle ne mentionnait pas non plus la liste exhaustive des documents destinés aux prospects et investisseurs, ni ne décrivait le processus de commercialisation. Cette décision est l'occasion pour la Commission des sanctions de rappeler que « pour revêtir un caractère opérationnel et être facilement appréhendée par les collaborateurs de la société de gestion auxquelles elle s'adresse, une procédure doit se suffire à elle-même »<sup>12</sup>. Cette procédure était également silencieuse sur les modalités d'archivage de la documentation commerciale. On notera que la Commission précise que ces modalités ne doivent pas être confondues avec l'archivage et la conservation des « documents d'entrée en relation ». Elle conclut au caractère sommaire voire inexistant sur des points essentiels, tels que la liste des documents concernés par cette procédure, la description du processus de commercialisation au cours duquel ces documents étaient remis aux investisseurs et l'archivage de ces documents, qui ne permet pas de conclure à l'existence d'une procédure satisfaisant aux exigences réglementaires, et ce indépendamment du constat, par la société délégataire ayant livré la procédure, du respect de celle-ci sur le plan opérationnel.

Par ailleurs, dans un but de protection des investisseurs et investisseurs potentiels, l'information qui leur est délivrée doit présenter certaines qualités énoncées aux anciens articles L. 533-12 du Code monétaire et financier<sup>13</sup> et 314-11 du règlement général de l'AMF<sup>14</sup>.

Il importe en premier lieu, selon ce dernier texte, que l'information s'abstienne « de mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un service d'investissement ou d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants ». Il était reproché à la société de gestion la présentation de manière déséquilibrée des avantages potentiels sans indication aussi correcte et très apparente des risques éventuels des GFI. La Commission des sanctions reconnaît que, si les produits, qui reposent sur la forêt, présentent une certaine singularité, l'information présentée n'en doit pas moins être lisible s'agissant notamment des risques encourus par les investisseurs. Cela n'était pas le cas, en l'espèce, car les plaquettes commerciales présentaient les risques sous la forme d'un tableau ne mentionnant pas le risque de perte en capital<sup>15</sup>.

8. « Aux fins de l'article 61, paragraphe 2 et 4 d, de la directive 2011/61/UE, un gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs, dès lors que les actions ou les parts des (FIA) qu'il gère sont, à la demande de tout actionnaire ou porteur de parts, rachetées ou remboursées avant le début de la phase de liquidation ou de dissolution, directement ou indirectement, à partir des actifs de ces fonds à l'issue d'une période initiale d'au moins 5 ans au cours de laquelle les droits de remboursement ne peuvent être exercés, est également considéré comme un gestionnaire de (FIA) de type fermé. »

9. En l'espèce, la date de compromis de vente litigieux étant postérieure au 27 juillet 2013. La commission souligne qu'au demeurant le libellé de ce compris indiquait clairement qu'il ne valait pas vente, comme le soutenait la mise en cause.

10. Sur la fonction de contrôle d'un dépositaire de FIA, v. C. mon. fin. art. L. 214-24-8, III, et Les articles 92 à 97 du règlement délégué (UE) n° 231/2013. Sur le suivi des flux de trésorerie, v. C. mon. fin. art. L. 214-24-8, I et les articles 85 à 87 du règlement délégué (UE) n° 231/2013.

11. Ce texte a été remplacé, depuis le 3 janvier 2018, par l'article 321-30 du Code monétaire et financier applicable aux sociétés de gestion de portefeuille soumises partiellement au régime AIFM.

12. Aussi le fait que la liste des documents désignée sous le terme générique de « plaquette commerciale » figure dans le bulletin de souscription, qui serait une composante de la procédure de commercialisation est indifférent au fait que cette liste de documents ne figure pas dans la procédure qui gouverne leur élaboration. Dans le même esprit, la présentation du processus de commercialisation au sein du programme d'activité est également indifférente à la caractérisation du manquement.

13. V. depuis le 3 janv. 2018, pour les sociétés de gestion de portefeuille, C. mon. fin., art. L. 533-22-2-1.

14. Applicable dans sa version en vigueur du 21 octobre 2011 au 2 janvier 2018. Ce texte a été abrogé le 3 janv. 2018 par un arrêté du 20 déc. 2017

15. « En particulier, les investisseurs sont informés de l'existence d'un risque de liquidité découlant des retraits importants et/ou simultanés de sociétaires dans un groupement forestier, mais cette information est rendue peu claire par les méthodes préventives et correctives avancées pour y remédier puisque, au titre de la première, la mise en cause précise que « la forêt possède de nombreux avantages différents avec une fiscalité adaptée à chaque typologie de patrimoine » alors pourtant que la fiscalité n'est pas un outil pour faire face à ce risque. S'agissant des méthodes correctives techniques, outre « [une] diminution de capital », elle indique que « le mode d'acquisition des actifs d'un groupement forestier, permet la revente de tout ou partie de son actif, ou la cession à un autre groupement », alors

Il est à remarquer que la mise en cause invoquait, en outre, le fait qu'en vertu d'une jurisprudence constante de la Cour de cassation, l'obligation prétorienne de mise en garde sur les risques est limitée aux opérations présentant un caractère spéculatif, c'est-à-dire présentant un risque de perte. Elle affirmait que les parts des GFI ne sont soumises à aucune volatilité, de sorte qu'aucune mise en garde n'était requise. La Commission des sanctions a considéré que « c'est en vain que la mise en cause invoque, pour se soustraire aux obligations qui s'imposent à elle en vertu des dispositions législatives et réglementaires dont l'AMF contrôle le respect, la jurisprudence de la chambre commerciale de la Cour de cassation qui restreint le champ de l'obligation de mise en garde du banquier, rendue au visa de l'article 1147 du code civil et qui concerne les relations contractuelles entre un prestataire de services d'investissement et son client. » La solution mérite approbation. Qu'il s'agisse de l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier ou de l'article 314-11 du règlement général de l'AMF, les obligations relatives à l'information sur les risques et, notamment, la présentation équilibrée des avantages par rapport aux risques d'un produit financier, notamment d'un fonds d'investissement, sont des obligations professionnelles d'origine légale et réglementaire qui incombent à la société de gestion dès qu'il existe un risque. Les documents d'information, y compris les documents commerciaux, doivent respecter ces règles. Leur manquement est source de sanctions administratives infligées à leur rédacteur. Tel était l'objet des poursuites dans la présente affaire. La jurisprudence *Buon*<sup>16</sup>, à laquelle il est fait implicitement référence, ne concerne pas la manière dont les documents d'information y compris promotionnels, généraux et impersonnels, sont rédigés, mais la relation contractuelle entre le commercialisateur et l'investisseur, quelle que soit la nature du contrat (gestion individuelle, conseil en investissement, mandat de transmission d'ordres), sachant que les documents doivent par ailleurs être mis à disposition de l'investisseur. On notera qu'inversement la violation de la norme professionnelle est source de responsabilité civile et qu'il existe un important contentieux sur le fondement de la combinaison d'une disposition du Code monétaire et financier ou du règlement général de l'AMF et de l'article 1231-1 – ancien article 1147 – du Code civil. En outre, afin de caractériser la faute civile, la Cour d'appel de Paris fait référence, dans la motivation de ses décisions relatives à la responsabilité civile de prestataires de services d'investissement, à des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF ayant constaté le manquement à des règles d'organisation ou de bonne conduite<sup>17</sup>. On notera aussi que pour améliorer la procé-

ture d'indemnisation des investisseurs<sup>18</sup>, l'article L. 621-12-1 du Code monétaire et financier, introduit par la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014, prévoit que l'AMF « peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige ».

Les plaquettes commerciales faisaient référence au traitement fiscal de la forêt sans indication de façon bien visible que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement en fonction du risque d'évolution de la fiscalité, au mépris de l'article 314-16 du règlement général de l'AMF<sup>19</sup>.

Par ailleurs, toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, doivent présenter un contenu exact, clair et non trompeur en application de l'article L. 533-12, I, du Code monétaire et financier. Il était reproché à la société de gestion le caractère erroné et trompeur de quatre informations. La première concernait la garantie de paiement qui figurait dans une note technique, laquelle indiquait seulement « données techniques » : « garantie de paiement » et « données techniques » : « contrat de ventes (sic) avec engagement de caution bancaire et/ou billet à ordre avalisé ». Mais cette note est jugée peu claire, car elle ne comportait aucune autre information quant à l'identité du garant, l'objet de la garantie, ou à ses modalités de fonctionnement. Les explications fournies par la mise en cause, selon laquelle il s'agissait d'une garantie bancaire adossée au contrat de vente de bois extrait des forêts gérées par les GFI, vendu sur pied ou coupé, ne figuraient pas dans cette note, dont le caractère très succinct ne permettait pas d'en saisir le sens et la portée. La décision souligne aussi que le fait – à le supposer établi – qu'aucun investisseur n'ait fait part d'observation ou d'incompréhension sur ce point, est indifférent à cette caractérisation. Au sujet de la deuxième information litigieuse avait trait aux frais prélevés, la commission rappelle que « pour apprécier la qualité de l'information délivrée, dont la portée doit pouvoir être comprise immédiatement et non par recoupement, il convient d'analyser les documents commerciaux indépendamment les uns des autres », comme elle l'avait déjà énoncée précédemment<sup>20</sup>. Elle écarte ainsi le moyen tiré de ce que sept documents différents permettait d'informer les investisseurs avant la souscription, pendant la souscription, puis de manière annuelle sur le montant des frais appliqués, chaque support devant délivrer aux investisseurs une information claire, exacte et non trompeuse. La troisième information intéressait l'indépendance des salariés de la société de gestion : divers documents commerciaux ainsi que le site internet de cette société faisaient état de l'indépendance des salariés des GFI par rapport à la société de gestion, alors que, selon la décision, « l'existence d'un

pourant qu'une telle opération nécessite de trouver un groupement forestier acquéreur disposant de suffisamment de liquidités, à même de reprendre les actifs forestiers au regard de sa propre politique d'investissement et de ses propres caractéristiques, information non portée à la connaissance des investisseurs. » (pt. 140).

16. Cass. com. 5 nov. 1991, *Bull. civ.*, IV, n° 327, D. 1991, inf. rap., p. 269; RTD com. 1992, p. 49.

17. V. notamment : CA Paris, pôle 5, 18 mai 2011 : RD bancaire et fin. juill.-août 2011, comm. n° 150, note I. Riassetto; CA Paris, Pôle 5, 30 oct. 2012 : *Juris-Data* n° 2012-015075; RD bancaire et fin. janv.-févr. 2013, comm. n° 29, note I. Riassetto; CA Paris, Pôle 5, 11 avr. 2013 : *JurisData* n° 2013-007797; RD bancaire et fin. 2013, janv.-févr. 2013, comm. n° 142, obs. I. Riassetto; D. Bompoin, « L'influence des décisions de sanction de l'AMF sur la réparation civile du préjudice », RD bancaire et fin. juill.-août 2012, dossier 34, p. 79.

18. V. rapport du groupe de travail AMF précité, p. 25. V. aussi A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Il faut un tribunal des marchés financiers », D. 2014 p. 551, n° 21.

19. Applicable dans sa version en vigueur du 21 octobre 2011 au 2 janvier 2018. Ce texte a été abrogé le 3 janv. 2018 par un arrêté du 20 déc. 2017.

20. AMF, déc. 29 déc. 2017, société A Plus Finance, SAN-2018-01 : Banque et Droit 2018, n° 177, p. 55, obs. I. Riassetto, *Bull. Joly Bourse* 2018, p. 40, note M. Storck; AMF, déc., 20 mai 2019, *Hédios Patrimoine*, SAN-2019-06.

contrat de travail implique un lien de subordination des (salariés) vis-à-vis de (la société de gestion), en contradiction absolue avec la notion d'indépendance ». Cette dernière avait retenu une acception pour le moins atypique de la notion d'indépendance, signifiant « qu'en cas de difficulté de la société de gestion, le salarié du GFI restera en place grâce à deux contrats de travail ». Enfin, la commission a estimé, à juste titre, qu'« en l'absence de désignation effective d'un commissaire aux comptes pour les trois

(GFI) concernés, l'annonce d'une telle désignation, au futur, dans le procès-verbal des assemblées générales de 2014, suivie l'année suivante de la mention de frais variables alloués au commissaire aux comptes présente un caractère trompeur ». ■

GROUPEMENTS FORESTIERS D'INVESTISSEMENT – FIA – SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE – DÉPOSITAIRE.

## Gestion d'actifs : propositions de réforme

Dans un nouveau Livre Blanc, l'AFG préconise 40 mesures visant à renforcer la compétitivité de la France sur les métiers de la gestion d'actifs.

AFG, « Gestion d'actifs : Renforcer la compétitivité de la Place de Paris », juin 2019.

Commentaire de Michel Storck

S'appuyant sur les précédentes propositions issues du Rapport FROG de l'AMF et de l'AFG (octobre 2016) et du Livre Blanc sur la compétitivité de la Place de Paris (AFG, novembre 2016), l'Association française de la gestion financière (AFG) a publié en juin 2019 un nouveau Livre Blanc sur « La gestion d'actifs : renforcer la compétitivité de la Place de Paris ». Il est rappelé qu'en Europe (hors Royaume-Uni) la part de marché de la gestion française pour compte de tiers est estimée à 27 %, avec un montant de 4 000 milliards d'euros d'actifs. Les incertitudes liées au Brexit exacerbent la compétition entre les places financières. Dans ce contexte, ce Livre Blanc propose 40 mesures visant à renforcer la compétitivité de la France sur les métiers de la gestion d'actifs. Parmi ces propositions qui sont réparties en quatre thématiques, sept pourraient être mises en œuvre très rapidement.

1. En premier lieu, pour soutenir l'innovation en matière de gestion d'actifs numériques il est proposé de créer une réglementation européenne pour encadrer les activités sur actifs numériques assimilables à des instruments financiers (security tokens). Dans un rapport publié le 9 janvier 2019, l'ESMA considère en effet que pour faciliter le recours aux crypto-actifs assimilables à des valeurs mobilières (au sens la Section C, annexe I de la directive MiF2), il convient d'adapter le droit européen (Directive MiF2 et règlement MiFIR, directive et règlement prospectus, directive transparence, règlement sur les abus de marché et règlement vente à découvert, règlement sur les dépositaires centraux de titres et règlement concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement de titres) ; l'ESMA estime que 10 % à 30 % de tous les actifs numériques pourraient être qualifiés d'instruments financiers<sup>1</sup>.

2. En second lieu, parmi 11 mesures destinées à moderniser les infrastructures de marché, deux mesures pourraient être mises en place rapidement, sans changer la réglementation.

Il est proposé de promouvoir un modèle de Place standardisé de données sur les investisseurs non professionnels (KYC) utile à l'ensemble des acteurs du secteur financier (commercialisateurs de produits d'épargne, de produits bancaires ou de contrats d'assurance vie). Cette standardisation multi-métiers permettrait d'introduire une portabilité entre professionnels grâce aux moyens technologiques actuels (digitalisation, coffre-fort électronique, blockchain...) : le questionnaire complété par le client pourrait être ensuite stocké dans une infrastructure de place et serait disponible à tous les acteurs autorisés. La création d'un KYC de Place a également été soutenue dans le rapport d'Euroclear publié en avril 2018<sup>2</sup>.

Une autre mesure aurait pour but d'établir une interopérabilité entre les différentes blockchains créées afin d'optimiser les ordres de souscriptions/rachats de parts d'OPC : dès lors que ces registres permettent de connaître les investisseurs finaux, l'information sur un OPC devrait pouvoir être consolidée en un seul endroit même si plusieurs systèmes de souscriptions/rachats ont été utilisés. Il convient de mentionner également des propositions visant à renforcer le financement des PME et des ETI, en favorisant le développement de fonds « d'accélération » (late stage) institutionnels pour accompagner la création de « licornes » : ces fonds d'investissement ont pour rôle de prendre le relais des business angels ou des fonds de capital venture et d'accompagner l'entreprise et l'entrepreneur vers la phase de développement. Les règles de la directive MIF II qui impactent le financement de la recherche devraient être modifiées afin d'appliquer pour les PME et les sociétés de gestion de petite taille un principe de proportionnalité au régime des inducements.

3. Une modification de la réglementation des OPC devrait porter sur un assouplissement des règles de périodicité de calcul des valeurs liquidatives (VL) des fonds d'investissement alternatifs (FIA) visant un financement de long terme, y compris pour les FIA à vocation générale : cette périodicité devrait être laissée à l'initiative de la société de gestion.

1. ESMA, « Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets », 9 janv. 2019.

2. « Distribution des fonds français à l'international – 16 propositions pour améliorer l'attractivité de la Place française ».

La structuration d'une SICAV pourrait aussi évoluer vers l'adoption du statut d'une SICAV européenne : une SICAV française doit actuellement être constituée sous forme de SA ou de SAS ; introduire aussi le statut de société européenne permettrait de mettre en place un statut de SICAV européenne.

Un assouplissement de certaines règles de gestion est proposé, portant notamment sur les ratios d'emprise des investisseurs, les interventions sur les marchés de matières premières, l'investissement des OPCVM dans les FIA, les conditions de cession temporaire de titres, le principe du respect à tout moment des ratios, l'investissement dans les instruments financiers « *delta one* » (instruments structurés de dette répliquant la performance d'instruments financiers, de taux d'intérêt, d'indices, de prix de matières premières).

4. Enfin, au regard du cadre fiscal et comptable des OPC, des améliorations devraient être apportées à la fiscalité

applicable aux revenus perçus par les OPC français, ainsi que sur la comptabilité des OPC. Il est proposé notamment de prévoir systématiquement dans les conventions fiscales la clause incluse dans la nouvelle convention franco-luxembourgeoise, prévoyant que l'OPC français qui investit au Luxembourg bénéficie des avantages de la convention à hauteur du pourcentage des actifs du fonds détenus par des résidents de France ou d'États ayant signé avec la France une convention fiscale prévoyant une clause d'échange d'informations.

Les propositions formulées dans ce Livre Blanc permettent de souligner l'originalité de la réglementation du droit des marchés financiers : en ce domaine, les professionnels de la gestion d'actifs ont un rôle essentiel à jouer dans l'élaboration de propositions de Place, en parfaite harmonie avec les régulateurs européens et nationaux. ■

GESTION D'ACTIFS – PROPOSITIONS DE RÉFORME – OPC – INNOVATION  
– INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ – BLOCKCHAIN.