

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
Direction
des affaires juridiques
Société Générale
Asset Management

Modification du règlement général AMF – Calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme

Par arrêté ministériel d'homologation en date du 9 mars 2006¹, le règlement général AMF (articles 411-44-1 à 411-44-5) introduit de nouvelles règles relatives au calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme. Attendues de longue date par les sociétés de gestion, ces dispositions, très techniques, sont fondamentales pour l'industrie de la gestion car elles permettent de mesurer et d'apprécier les risques des OPCVM pris sur les marchés dérivés. Or, on sait que le recours par les OPCVM aux produits dérivés est aujourd'hui massif, et ce, quelle que soit la stratégie retenue par le gestionnaire de portefeuille. Annoncées lors de la dernière modification du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989², ces nouvelles règles remplacent les dispositions du chapitre VI de l'instruction COB du 15 décembre 1998 relatif aux modalités de suivi des interventions des OPCVM sur les marchés à terme³. Cette réforme était nécessaire. Le développement de nouveaux produits dérivés (options digitales, dérivés de crédit, etc.) avait, en effet, généré de nouveaux risques, mal mesurés avec la méthode posée par l'instruction COB de 1998.

Issues d'une consultation publique lancée par l'AMF en avril 2005⁴, les nouvelles dispositions du règlement général posent le principe que tout OPCVM ayant recours à des instruments financiers à terme ou des cessions temporaires de titres⁵ doit calculer son engagement selon soit une méthode dite linéaire soit une méthode dite probabiliste (*Value at Risk* ou VAR)⁶. La première est l'héritière de l'instruction de 1998. Schématiquement, elle consiste à

convertir en équivalent sous-jacent des instruments financiers à terme. Cette méthode – simple dans son principe mais approximative – s'avère cependant peu adaptée à certaines stratégies ou produits dérivés. C'est la raison pour laquelle le règlement général prévoit une seconde méthode alternative de calcul d'engagement – la méthode probabiliste – qui évalue à la fois le risque de défaut d'un OPCVM ainsi que sa capacité d'amplification.

Le règlement général de l'AMF (article 411-44-2) classe les OPCVM en deux types (A ou B) au regard de ces règles de calcul. Les OPCVM de type A sont ceux répondant à trois conditions: leur performance repose sur des risques directionnels de taux, de crédit, d'actions ou de change, sur la variation du marché des actions, ou sur plusieurs de ces risques simultanément; leur performance ne repose pas de manière significative sur des sources de risques non directionnelles ou sur des stratégies d'arbitrage; et leur perte maximale sur les instruments financiers à terme complexes⁷ est inférieure à 10 % de l'actif net (article 411-44-2). Les OPCVM de type B sont ceux ne répondant pas à l'une des trois conditions ainsi mentionnées. Les OPCVM de type A peuvent recourir aussi bien à la méthode linéaire que la méthode probabiliste alors que les OPCVM de type B sont tenus de retenir exclusivement cette dernière méthode. Il revient à toute société de gestion de déterminer si l'OPCVM est de type A ou de type B (article 411-44-3). Elle doit en outre se doter d'une organisation adéquate.

Ces nouvelles dispositions sont applicables dès le 1^{er} janvier 2007, étant précisé que pour les OPCVM existant, le choix de la méthode de calcul devra être rendu public avant le 30 septembre 2006⁸. Ne sont toutefois pas

1. Publié au JO du 21 mars 2006. V. également le communiqué de presse AMF du 2 mai 2006 apportant des précisions sur la portée juridique des textes publiés par l'AMF et sur les modalités de basculement, disponible sur le site Internet de l'AMF.

2. Codifiées désormais à l'article R. 214-12 du Code monétaire et financier; L'engagement d'un OPCVM est, selon cette disposition, constitué "par le montant le plus élevé entre la perte potentielle de l'organisme évalué à tout moment et le produit de l'effet de levier que ces instruments procurent à l'organisme par la valeur de l'actif de l'organisme".

3. V. E. Courant, "Utilisation des produits dérivés de gré à gré par les OPCVM", Banque & Droit n° 72, juillet-août 2000, p. 16.

4. V. Communiqué de presse du 6 avril 2005, disponible sur le site Internet de l'AMF.

5. Les cessions temporaires de titres sont désormais concernées par ces dispositions uniquement dans la mesure où elles peuvent placer l'OPCVM en levier, notamment en cas de réutilisation par l'OPCVM des titres empruntés dans le marché.

6. La valeur en risque (*Value at Risk*) d'un OPCVM est définie à l'article

411-44-1 du règlement général AMF comme la valeur "égale à la perte maximale que peut subir cet OPCVM sur une période donnée avec une probabilité déterminée dénommée seuil de confiance"; V. J.-F. Boulier et C. Pardo, "Mini guide de la gestion pour compte de tiers ou ce que vous avez voulu savoir sur la gestion d'actifs", Revue d'économie financière n° 79, numéro spécial: "L'industrie de la gestion d'actifs", p. 35, V° Risque, pour qui la *Value at Risk* (VAR) "a pour objectif de quantifier, dans un seuil de confiance pré spécifié (typiquement 95 % ou 99 %), dans des conditions de marché dites « normales » et en supposant qu'aucune modification du portefeuille n'interviendra d'ici là". V. également P. Poncet, "Le point sur... la *Value at Risk*", Banque & Marchés n° 37, novembre-décembre 1998, p. 50.

7. Sont considérés comme instruments financiers complexes ceux dont le profil de risque n'est pas évalué de façon satisfaisante par la méthode d'approximation linéaire (article 411-44-2-1°).

8. La méthode devra être renseignée par chaque société de gestion dans la base AMF "Gestion collective" ou Geco. À défaut d'information avant cette date, la méthode linéaire sera présumée être retenue.

concernés par ce choix les OPCVM contractuels, les FCIMT, les FCPE, les SICAVAS, les OPCVM à formule ainsi que les OPCVM à procédure allégée. Les OPCVM concernés devront mentionner dans leur note détaillée la méthode retenue⁹. Il est important de relever que, selon l'AMF¹⁰, le commercialisateur d'OPCVM "doit s'assurer que le produit proposé et son profil de risque sont adaptés au souscripteur". Cela signifie, selon l'autorité de tutelle, que "les modalités de calcul de l'engagement doivent être d'autant plus prudentes et conservatrices que l'OPCVM présente un profil rendement/risque agressif ou complexe, ou qu'il est destiné à une clientèle peu expérimentée, peu à même de comprendre les limites intrinsèques à toute méthode de mesure". Cette obligation d'information pesant sur le vendeur obligera assurément la société de gestion à former ses propres réseaux de distribution sur ces méthodes¹¹. Cette formation ne sera pas aisée compte tenu du caractère complexe de la méthode de calcul retenue, quelle qu'elle soit.

Le nouveau dispositif permettra aux sociétés de gestion françaises de suivre pleinement les risques encourus sur les marchés dérivés. Une Instruction AMF est venue préciser les contours de cette réforme¹². L'AMF entend également la promouvoir auprès des autres autorités de surveillance européennes¹³. Dans tous les cas, les OPCVM européens coordonnés importés sur le territoire français devront se conformer à la recommandation de la Commission européenne du 27 avril 2004 concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés par les OPCVM¹⁴, qui pose des principes similaires à ceux figurant dans le règlement général modifié.

Commission des sanctions AMF – Dépositaire – Société de gestion – Late trading – Market timing – Contrôle des intermédiaires par la société de gestion

Par deux décisions rendues le même jour à l'encontre d'une société de gestion de portefeuille et un dépositaire appartenant au même groupe de sociétés, la Commission des sanctions de l'AMF apporte un éclairage intéressant sur les moyens de contrôle devant être mis en place, à la fois par le gestionnaire et le dépositaire, à l'occasion des opérations de souscription/rachat de parts d'OPCVM¹⁵. Il était reproché aux deux établissements des faits similaires. Le premier concerne un manquement au principe d'égalité des porteurs. Tout d'abord, la société de gestion avait procédé, dans le cadre d'un mandat de gestion de portefeuille, à plusieurs opérations de souscription/rachat d'une SICAV à des valeurs liquidatives différentes selon qu'il s'agissait de souscription ou de rachat, et ce, au détriment des autres porteurs. Ce grief n'est pas retenu contre la société de ges-

tion au motif notamment que, à l'époque des faits (1^{er} trimestre 2004), "l'exécution des ordres de souscription/rachat à des valeurs liquidatives différentes et, en particulier, la prise en compte d'une valeur liquidative connue, n'étaient pas interdites". La Commission des sanctions retient une motivation similaire dans la décision touchant la banque dépositaire. Dans son principe, une telle pratique est aujourd'hui interdite. On se souvient que, suite à des scandales survenus aux États-Unis, l'AMF avait rapidement adopté des recommandations en juillet 2004, destinées à prévenir des situations de *market timing*, définies par cette dernière comme "une opération d'arbitrage consistant à tirer profit d'un écart entre la valeur comptable d'un fonds et sa valeur de marché"¹⁶. Pouvant amener à enfreindre le principe d'égalité des porteurs, cette pratique est favorisée, comme dans les faits rapportés, par des souscriptions/rachats sur une valeur liquidative connue et des allers-retours à court terme sur un OPCVM.

Il était également reproché à la société de gestion d'avoir exécuté des ordres de souscription/rachat sur un OPCVM à des valeurs liquidatives différentes de celles indiquées dans la notice d'information, c'est-à-dire à une VL connue. Une telle pratique – également connue sous le terme de *late trading* – méconnaît le principe d'égalité des porteurs de parts. La Commission des sanctions, pour qui la société de gestion comme le dépositaire sont responsables de la gestion du passif de l'OPCVM, considère le gestionnaire comme fautif pour ne pas avoir contrôlé la procédure de souscription/rachat du dépositaire. La Commission se fonde notamment sur l'article 322-20 du règlement général de l'AMF, aux termes duquel "la société de gestion de portefeuille doit mettre en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités et celles de ses intermédiaires et dépositaires". On relèvera que cette disposition, souvent invoquée par la Commission des sanctions¹⁷, nous semble peu compatible avec l'économie générale de l'OPCVM. Par définition, il revient au dépositaire de contrôler la société de gestion (articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financier), et non l'inverse. D'une rédaction imprécise, cette disposition du règlement général de l'AMF, ramenant toute défaillance dans le fonctionnement de l'OPCVM à la société de gestion, n'est donc pas satisfaisante. Elle tend en effet à diluer la responsabilité de chaque intermédiaire de telle sorte qu'il est difficile de déterminer précisément les tâches de chacun. Quant au dépositaire, qui "ne conteste pas le principe de sa responsabilité", la Commission des sanctions lui reproche "d'avoir mis en place une chaîne de centralisation des ordres de souscription/rachat permettant la passation des ordres après l'heure limite et de ne pas avoir procédé à des contrôles pour vérifier le respect de l'heure limite". Elle ajoute que l'établissement de crédit "n'avait pas mis à dispo-

9. Article 17 de l'Instruction AMF n° 2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF, modifiée le 18 mai 2006.

10. Communiqué de presse AMF du 2 mai 2006, préc.

11. Sur cette obligation, V. le rapport Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers, de novembre 2005.

12. Instruction AMF n° 2006-04 du 24 janvier 2006, relative aux modalités de calcul de l'engagement des OPCVM sur instruments financiers à terme, disponible sur le site Internet de l'AMF.

13. Communiqué de presse AMF du 2 mai 2006, préc.

14. Disponible sur le site Internet de la Commission européenne.

15. Décisions de sanction du 3 novembre 2005 prononcées à l'encontre

de Banque Sanpaolo et Sanpaolo Asset Management, disponibles sur le site Internet de l'AMF, publiées au Bulletin

16. Recommandations AMF du 23 juillet 2004, Revue de l'AMF n° 5 juillet-août 2004, p. 17; Banque & Droit n° 98, novembre-décembre 2004, p. 40, F. Bussière; De manière plus générale, V. l'étude AMF "Gestion de passif des OPCVM: observations sur les pratiques en France", Lettre économique et financière, automne 2005, disponible sur le site Internet de l'AMF.

17. V. par exemple la sanction prononcée par le conseil de discipline de la gestion financière le 24 octobre 2003, Bull. mensuel COB octobre 2003, n° 383, p. 119; Banque & Droit n° 94, mars avril 2004, p. 43.

sition du contrôle dépositaire des moyens lui permettant de détecter les pratiques" contestées. De cette organisation, la banque n'était pas en mesure d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs et ne respectait pas en conséquence l'article L. 214-3 du Code monétaire et financier. La décision rapportée souligne à nouveau que le respect du principe de primauté passe avant tout par une organisation satisfaisante de la société de gestion et du dépositaire, assurant la sécurité des opérations initiées au nom de l'OPCVM.

Le dernier grief constaté à l'encontre de la société de gestion et du dépositaire tient au non-respect des règles de dissolution obligatoire des FCP pour insuffisance de l'actif net. Ce montant est de 300 000 euros. Or, en l'espèce, les actifs de trois OPCVM de la société de gestion ne respectaient pas ce minimum au 23 janvier 2004, date d'entrée en vigueur de ce nouveau seuil¹⁸. Constatant qu'à cette date, le seuil minimum n'était pas atteint et que la société de gestion n'avait, comme le prévoit l'article 411-17 du règlement général dans une telle situation, ni dissous, ni fusionné, ni procédé à une absorption dudit fonds, la Commission des sanctions retient le manquement à l'encontre du dépositaire et de la société de gestion. Cette dernière avait soutenu, sans succès, que la dissolution était contraire à l'intérêt des porteurs. Comme le rappelle la Commission des sanctions, la réglementation "ne prévoit aucune dérogation quant aux conséquences à tirer du franchissement à la baisse de ce seuil".

Société de gestion de portefeuille – Admission comme membre de marché (oui)

Par un communiqué en date du 19 octobre 2005¹⁹, l'AMF a autorisé une société de gestion à solliciter un statut de membre de marché réglementé d'instruments financiers à terme pour assurer la gestion des portefeuilles dont elle a la charge. Passée inaperçue²⁰, cette position de l'autorité de tutelle est cependant très intéressante. Elle permet en effet de cerner précisément les activités pouvant être exercées par un gestionnaire, sachant que, par essence, elles sont limitativement autorisées en vertu du principe de spécialité, applicable en la matière.

Selon le communiqué de l'AMF, "l'exécution sur des marchés réglementés des ordres découlant uniquement des décisions d'investissement prises par les SGP pouvait constituer une modalité spécifique de l'exercice d'une activité de gestion". On sait que le statut de membre de marché réglementé suppose que ledit intermédiaire soit agréé pour fournir le service d'investissement d'exécution d'ordres pour le compte de tiers²¹. Par définition, cette activité n'entre pas dans l'objet d'une société de gestion. Or, l'AMF estime en l'occurrence que ce même service exercé par une société de

gestion, pour le compte des OPCVM qu'elle gère, est assimilé à un service de gestion pour compte de tiers, et, en conséquence, se trouve de facto autorisé. En d'autres termes, l'accessoire suit le principal.

Cette position de l'AMF est instructive car elle pose une définition assez large, et audacieuse, de la gestion de portefeuille. Si on se réfère à la Directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 (Annexe II), le service de gestion de portefeuille comprend, outre la gestion financière, l'administration des OPCVM (services juridiques et de gestion comptable du fonds, demandes de renseignement des clients; évaluation du portefeuille et détermination de la valeur des parts; contrôle du respect des dispositions réglementaires; tenue du registre des porteurs de parts; répartition des revenus; émission et rachats de parts; dénouement des contrats; enregistrement et conservation des opérations) et la commercialisation des OPCVM. Il n'est donc pas fait expressément référence à une activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et toute autre activité non énumérée ne peut être fournie à titre principal²². La réglementation française n'apporte guère plus de précision sur la notion de gestion de portefeuille²³.

À défaut de précision textuelle, il faut toutefois approuver cette interprétation large de la notion. L'exécution d'ordre pour le compte d'OPCVM n'est, en effet, que le prolongement de l'acte de gestion. Les gestionnaires interviennent déjà directement sur les marchés dérivés de gré à gré, et ce, sans intermédiation. Il conviendra néanmoins à l'avenir d'être vigilant afin de ne pas trop distendre la notion de gestion de portefeuille, au risque de s'éloigner du principe de spécialité des sociétés de gestion, fondamental en la matière car protecteur des intérêts des investisseurs. Cet exercice de délimitation n'est pas aisé, car toutes les activités financières concourent, à un titre ou à un autre, à l'exercice de la gestion de portefeuille. Par ailleurs, cette position est conforme aux nouvelles dispositions de la directive 2004/39/CE concernant les Marchés d'instruments financiers (dite MIF) du 21 avril 2004 qui reconnaît aux sociétés de gestion d'être membres de marché du fait de leur statut de "contrepartie éligible"²⁴.

Cette position soulève cependant deux interrogations. Tout d'abord, l'AMF cantonne l'admission aux marchés réglementés aux seules sociétés de gestion "dont l'activité est exclusivement limitée à la gestion de portefeuille et n'est donc pas ouverte aux sociétés de gestion qui, en outre, exerceraient une activité de réception transmission d'ordres" (position AMF du 19 octobre 2005). Faut-il comprendre pour autant que se trouvent exclues les sociétés de gestion relevant de la directive Marchés d'instruments financiers (sociétés dites de type II²⁵), seules habilitées à fournir ce dernier service d'investissement. Cette exclusion, si elle

18. Le montant de l'actif minimum est passé de 160 000 à 300 000 euros suite à l'adoption du règlement COB n° 2003-08 (article 10).

19. Position de l'AMF publiée à la Rev.mensuelle de l'AMF, n° 17, septembre 2005, p. 1.

20. V. cependant, Th. Bonneau, Droit des sociétés mars 2006, p. 35.

21. V. article 312-2 du règlement général AMF qui considère comme exerçant le service d'exécution pour compte de tiers "tout prestataire habilité qui, en qualité de courtier, mandataire ou commissionnaire, agit pour le compte d'un donneur d'ordres en vue de réaliser une transaction sur instruments financiers"; H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3^e édition, n° 81 s.

22. V. Instruction n° 2006-02 du 24 janvier 2006, relative aux procédures

et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers à titre accessoire, qui ne mentionne pas expressément le service d'exécution d'ordres pour compte de tiers dans le dossier type d'agrément de société de gestion.

23. V. article 312-3 du règlement général de l'AMF.

24. V. Article 24-2 de la directive MIF.

25. Sur cette distinction entre les sociétés de gestion relevant de la directive OPCVM et la directive MIF, V. "Mise en place du prospectus des OPCVM et évolutions réglementaires relatives au statut des sociétés de gestion (modalités d'information et d'échange avec l'AMF)", Rev.mensuelle de l'AMF n° 9 décembre 2004, p. 1.

était confirmée, surprendrait²⁶. De deux choses l'une en effet. Soit l'exécution d'ordres pour le compte de portefeuille est assimilée – comme le dit clairement l'AMF – à l'activité de gestion de portefeuille. Dans ce cas, quel que soit le statut de gestionnaire au regard du droit européen, cette faculté de solliciter le statut de membre de marché doit être ouverte à tout gestionnaire. Soit, le service d'exécution d'ordres est considéré comme distinct de celui de la gestion et alors seules les sociétés de gestion de type II devraient alors être autorisées à fournir ce service. Selon nous, les sociétés de gestion de type II ne sont pas de plein droit exclues de cette faculté. Seules celles ayant été agréées expressément par l'AMF pour fournir ce service tombent sous l'interdiction. L'AMF entend en effet éviter qu'une société de gestion fournisse un service de brokerage à des tiers, et ce, au détriment de son activité de gestion.

La seconde interrogation soulevée par cette position AMF est sa conciliation avec l'obligation de *best execution*.

Le règlement général de l'AMF (article 322-49) oblige tout gestionnaire de portefeuille à "*obtenir la meilleure exécution possible des ordres*" en "*sélectionnant les intermédiaires et contreparties*"²⁷. Dans l'hypothèse où une société de gestion est membre de marché, comment satisfaire alors cette obligation ? Par construction, cette sélection des intermédiaires n'a pas lieu dans l'hypothèse examinée. L'AMF n'apporte pas de réponse directe à cette situation. En revanche, elle précise qu'elle prendra en compte "*l'intérêt économique des clients dans la solution directe mis en œuvre*"²⁸. Pour cela, l'autorité de surveillance exige une mise à jour du programme d'activité portant notamment sur les "*moyens de l'entité candidate et de son dispositif de contrôle interne*". Compte tenu des coûts importants (logistiques, informatiques) tenant à l'admission comme membre d'un marché réglementé, cette faculté ouverte par l'AMF devrait demeurer en pratique peu utilisée. ■

26. V. critique de Th. Bonneau, préc.

27. F. Bussière, "De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers", *Mélanges Dominique Schmidt*, Joly Éditions 2005, p. 109.

28. On peut penser que l'AMF examinera notamment si le gestionnaire

facture ou non des commissions de mouvement aux OPCVM qu'il gère ou obligera la société de gestion à comparer ses frais d'exécution d'ordres sur les marchés réglementés avec ceux facturés par des entreprises d'investissement spécialisées.

AVIS AUX LECTEURS Les articles publiés par la revue Banque & Droit n'expriment que le point de vue de leurs auteurs respectifs.

Le contenu de ces articles n'engage pas la revue Banque ou la FBF qui n'entendent pas prendre position à leur égard.

COMITÉ DE RÉDACTION : **Thierry Bonneau**, Université Panthéon Assas (Paris II) ; **Gérard Gardella**, Société Générale ; **Jean-Louis Guillot**, BNP Paribas ; **Nicolas Molfessis**, Université Panthéon Assas (Paris II) ; **Hubert de Vauplane**, BNP Paribas.

BANQUE & DROIT *Une publication de la Revue Banque – 18 rue La Fayette, 75009 Paris.*

■ Fondateur: François de Juvigny. ■ Adresse Internet: www.revue-banque.fr – Fax : 01 48 24 12 97.

■ **DIRECTEUR DE LA PUBLICATION** Valérie Ohannessian.

■ **SECRÉTAIRE GÉNÉRAL** Joël Berger. ■ **RÉDACTION** Rédacteur en chef: Elisabeth Coulomb.

Secrétariat de rédaction: 1^{er} secrétaire de rédaction: Charlotte Poupon (01 48 00 54 16) ; Christine Hauvette (01 48 00 54 10).

■ **MAQUETTE** 1^{er} maquettiste: Emmanuel Gonzalez, Alexandra Démétriadis.

■ **COMITÉ DE LECTURE** MM. Thierry Bonneau, Alain Cerles, Gérard Gardella, Jean-Louis Guillot, Jean-Pierre Mattout, Michel Storck, Gérard Wissing.

■ **ABONNEMENTS** ABOCOM, 26 boulevard Paul Vaillant-Couturier 94851 Ivry-sur-Seine Cedex

Tél.: 01 49 60 06 61, Fax: 01 49 60 10 55, e-mail: revuebanque@abocom.fr

■ **ASSISTANTE ADMINISTRATIVE ET COMMERCIALE** Virginie Baillard (01 48 00 54 54).

■ **PUBLICITÉ GÉNÉRALE** Isabelle Conroux (01 48 00 54 20)

CPPAP – N° 0609 T 84972, Imprimé à Pulnoy (54) par SPEI, Dépôt légal 2^e trimestre 2006.

La reproduction totale ou partielle des articles publiés dans Banque & Droit, sans accord écrit de la Société Revue Banque Sarl, est interdite conformément à la loi du 11 mars 1957 sur la propriété littéraire et artistique.