

# Utilisation des produits dérivés de gré à gré par les Opcvm



EMMANUEL COURANT  
Juriste financier  
Société générale

*Depuis la modification de l'article 2 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 par le décret n° 98-1123 du 10 décembre 1998, les Opcvm jouissent d'une grande liberté dans l'utilisation des produits dérivés. Sous certaines conditions, ils peuvent désormais conclure tous contrats en vue de protéger leurs actifs ou de réaliser leur objectif de gestion. Cette liberté a été consacrée par la Cob s'agissant des dérivés de crédit et des modalités de suivi des interventions des Opcvm sur les marchés à terme. Néanmoins, cette liberté pourrait être de courte durée. En effet, elle semble aujourd'hui menacée, directement, par un nouveau projet de modification du décret n° 89-624 et indirectement, par certaines dispositions contenues dans les projets de réforme de la directive 85/611/CEE.*

L'industrie de la gestion d'actifs en France a développé une expertise unique quant à l'utilisation des opérations de gré à gré et en particulier des produits dérivés. Cette expertise et cette innovation permanente placent la France dans le peloton de tête des Etats européens dans ce domaine et permettent à l'industrie française de la gestion d'actifs, parmi d'autres atouts, de figurer parmi les tout premiers acteurs mondiaux (1).

A titre liminaire, il semble nécessaire de faire un rappel rapide de ce que recouvre la notion de produits dérivés.

Les produits dérivés sont ainsi appelés car leur valeur «dérive» de celle de l'actif qui leur sert de support, appelé l'actif sous-jacent.

Les produits dérivés présentent une grande diversité. D'une part, les marchés voient constamment apparaître de nouveaux produits, nés de l'innovation de la pratique. D'autre part, les sous-jacents des opérations sur produits dérivés sont de plus en plus nombreux : on y trouve, de façon non exhaustive, des taux, des devises, des matières premières et métaux précieux, des actions, des indices, des paniers d'actions ou d'indices, des rendements obligataires et des risques de crédit (s'agissant des dérivés de crédit).

D'un point de vue juridique, l'expression «produits dérivés», couramment utilisée dans la pratique, correspond à la notion d'instruments financiers à terme de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières (MAF) (2), dont l'article 3 dresse une liste :

- les contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces ;
- les contrats à terme sur taux d'intérêt ;
- les contrats d'échange ;

- les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées ;
- les contrats d'options d'achat ou de vente d'instruments financiers ;
- tous autres instruments financiers à terme.»

Les instruments financiers à terme ont pour finalité, soit des opérations de couverture de risques (de taux, de change, etc.), soit un intérêt purement spéculatif totalement déconnecté de la détention de l'actif sous-jacent en portefeuille.

Les produits dérivés peuvent être négociés, sous forme de contrats à terme ou optionnels, sur des marchés réglementés comme le Matif (3) ou le Monep (4) en France, le LIFFE (5) en Grande-Bretagne, l'EUREX (6) en Allemagne ou le CME (7) aux Etats-Unis.

Cependant, l'expression «produits dérivés» s'emploie le plus souvent pour désigner les contrats négociés de gré à gré (OTC ou «over-the-counter») entre deux contreparties. Ces produits dérivés de gré à gré recouvrent notamment les contrats d'échange («swaps») et les contrats d'options, ainsi que les garanties de taux plancher et de taux plafond (les «floors» et les «caps», qui, combinés, forment les tunnels ou «collars»).

Dans cette étude, seuls les produits dérivés négociés de gré à gré, qui sont ceux qui posent le plus de difficultés et d'interrogations en raison de leur absence de standardisation, seront abordés. En effet, les produits dérivés négociés sur des marchés réglementés ne posent pas de difficultés réelles et, en raison de la présence d'une chambre de compensation sur ces marchés, le risque de contrepartie généré par ces opérations est quasi-inexistant (8).

Seront successivement évoqués le régime qui a longtemps prévalu en France (I «L'Ancien Régime»), celui qui prévaut aujourd'hui (II «La Révolution») et celui qui se construit pour l'avenir (III «La Restauration?»).

## I L'Ancien Régime

### 1. Un régime de liberté surveillée : l'article 2 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989

Adopté dans le prolongement de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds commun de créances (9), le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 (10), dans son article 2, autorisait uniquement la conclusion de contrats d'échange (swaps) de taux ou de change conclus avec les seules contreparties ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm.

Pour mémoire, l'article 2 du décret susvisé, dans sa rédaction initiale, disposait : «*Les Opcvm peuvent procéder à des opérations d'achat ou de vente sur les marchés à terme réglementés à condition de ne pas engager plus d'une fois leur actif sur ces marchés. Sont assimilés à de telles opérations les échanges de taux et de devises à condition d'être révocables à tout moment à l'initiative de l'Opcvm et d'être effectués avec un établissement ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm*».

Ainsi, seuls les swaps de taux (intérêts) et de change (devises) étaient à l'origine ouverts aux Opcvm. Le recours aux options négociées de gré à gré et en particulier aux options de change n'était pas possible.

Avec un peu plus de dix ans de recul, ce texte peut sembler particulièrement restrictif mais il ne faut pas perdre de vue qu'à la fin des années 80, les marchés de capitaux n'avaient pas encore l'importance et la profondeur qu'ils ont aujourd'hui et le nombre d'intervenants était encore limité. En outre, la palette de produits dérivés OTC disponibles était restreinte.

A cet égard, le premier contrat-cadre de l'ISDA (11) date de 1987 (12), tandis que les premières conditions générales de l'Association française des banques (ancêtre de la convention-cadre de 1994) ont été publiées en 1988 (13).

S'agissant de la couverture du risque de change dans les Opcvm, la Commission des opérations de bourse (Cob) (14) avait eu l'occasion de rappeler qu'à défaut de dispositions particulières dans la réglementation française concernant les interventions en devises des Opcvm, l'article 21-2 de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 était directement applicable aux Opcvm de droit français. Ainsi, les Opcvm étaient autorisés à intervenir sur les marchés de change à terme mais en vue de la «*seule couverture des actifs physiques libellés dans une devise différente de celle de la comptabilité de l'Opcvm*». S'agissant des instruments susceptibles d'être utilisés, la Cob avait autorisé, outre les swaps de devises, les opérations d'achat ou de vente de devises sur les marchés réglementés, énumérées par l'arrêté du 6 septembre 1989 (15), ainsi que les opérations de change à terme (16).

### 2. Les évolutions ultérieures rendues nécessaires par la pratique

Le champ de l'article 2 du décret n° 89-624 a ensuite été régulièrement élargi afin de s'adapter à l'évolution considérable, sur la période, des marchés de capitaux et de l'ingénierie financière.

Tout d'abord, le décret n° 92-1242 du 27 novembre 1992 (17) est venu modifier une première fois le deuxième alinéa de l'article 2 du décret n° 89-624, qui est ainsi devenu : «*... Par assimilation à ces opérations, les Opcvm peuvent conclure des contrats d'échange de devises, de taux d'intérêts, de dividendes ou de variation d'indices dont le mode d'établissement est reconnu comme satisfaisant par les autorités de marché...*».

Étaient donc ajoutés à la liste initiale, les swaps de dividendes et les swaps de variations d'indices.

Puis, le décret n° 94-780 du 31 août 1994 (18) a modifié une seconde fois le deuxième alinéa de l'article 2 du décret n° 89-624 pour élargir cette fois-ci, non pas le champ des opérations de gré à gré admises, mais celui des contreparties éligibles. Le deuxième alinéa de l'article 2 du décret n° 89-624 devenait ainsi : «*... Par assimilation à ces opérations, les Opcvm peuvent conclure des contrats d'échange de devises, de taux d'intérêts, de dividendes ou de variation d'indices dont le mode d'établissement est reconnu comme satisfaisant par les autorités de marché, à la condition que ces contrats soient révocables à tout moment à l'initiative de l'Opcvm et soient conclus avec un établissement ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm ou un établissement de crédit dont le siège est établi dans un État membre de l'OCDE...*».

Outre les établissements ayant la qualité de dépositaire (19), les Opcvm pouvaient désormais conclure leurs opérations sur produits dérivés de gré à gré avec des établissements de crédit ayant leur siège social dans un État membre de l'OCDE (20).

En marge de ces modifications réglementaires, la Cob, faisant preuve de pragmatisme, avait également œuvré dans le sens d'une plus grande souplesse en admettant la possibilité pour les Opcvm de recourir aux caps, floors et collars (21).

## II La Révolution

Nous abordons à ce stade la période «contemporaine». Il s'agit du droit positif actuel et donc du cadre juridique et réglementaire en vigueur régissant l'utilisation par les Opcvm des instruments financiers à terme négociés de gré à gré.

### 1. Le passage d'une liberté surveillée à une liberté encadrée

Eu égard à l'inventivité des opérateurs de marché et des gestionnaires d'actifs ainsi qu'à l'innovation financière permanente, le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989, malgré ses modifications successives, est rapidement devenu obsolète.

A la faveur de la modification du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 par le décret n° 98-1123 du 10 décembre 1998 (22), l'industrie de la gestion d'actifs en France a finalement obtenu l'adoption d'un texte extrêmement novateur et évolutif, excluant toute liste limitative de produits.

Le premier alinéa de l'article 2 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 demeurant inchangé (engagement limité à une fois l'actif de l'Opcvm), le deuxième alinéa a une nouvelle fois été modifié : «*Par assimilation à ces opé-*

rations, les Opcvm peuvent conclure des contrats en vue de protéger leurs actifs ou de réaliser leur objectif de gestion, à la condition que ces contrats soient révocables à tout moment à l'initiative de l'Opcvm et soient conclus avec un établissement ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm ou un établissement de crédit dont le siège est établi dans un Etat membre de l'OCDE...».

Plutôt qu'une liste longue et nécessairement incomplète, les rédacteurs du décret ont privilégié une rédaction générale insistant sur l'esprit dans lequel devaient être utilisées les opérations sur produits dérivés de gré à gré. Il s'agit à l'évidence d'un changement radical de philosophie.

A l'époque, lors de la parution du décret n° 98-1123, les praticiens s'étaient interrogés sur les éventuelles restrictions que la Cob aurait pu vouloir instituer face à une rédaction aussi large. Ces craintes se sont finalement avérées infondées, la Cob ayant définitivement renoncé à réinstaurer une liste limitative. Il faut s'en féliciter.

Néanmoins, comme la Cob a eu l'occasion de le souligner, cette nouvelle rédaction, aussi souple soit-elle, ne constitue pas pour autant une ouverture généralisée et incontrôlée des possibilités de conclure des contrats de gré à gré pour les Opcvm.

En effet, l'article 2 du décret n° 89-624 encadre cette faculté et prévoit que les opérations de gré à gré doivent satisfaire quatre conditions cumulatives :

- limite d'engagement : l'ensemble des interventions sur les marchés dérivés (réglementés et OTC) français ou étrangers est limité à une fois l'actif de l'Opcvm (à l'exception des fonds communs d'intervention sur les marchés à terme ou FCIMT (23)) ;
- protection de l'actif ou réalisation de l'objectif de gestion : l'opération doit être réalisée dans un but de protection de l'actif ou de réalisation de l'objectif de gestion de l'Opcvm ;
- libre révocabilité du contrat : l'opération doit être librement et à tout moment révocable par l'Opcvm ;
- qualité de la contrepartie : la contrepartie de l'Opcvm doit être un établissement ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm ou un établissement de crédit ayant son siège social dans un Etat membre de l'OCDE.

En outre, la notice d'information de l'Opcvm doit prévoir expressément cette faculté (24).

Dès lors qu'elles respectent ces conditions cumulatives, toutes les opérations de gré à gré peuvent être réalisées par les Opcvm. La nouvelle rédaction de l'article 2 du décret n° 89-624 issue de la modification intervenue en décembre 1998 est donc extrêmement satisfaisante.

La frontière entre «protection des actifs» et «réalisation de l'objectif de gestion» peut sembler difficile à cerner. En tout état de cause, ces critères ne devront pas être regardés comme obligatoirement alternatifs mais, le cas échéant, cumulatifs.

La «protection des actifs» pourra résider dans les moyens à mettre en œuvre pour éviter la dépréciation des actifs en portefeuille. Mais il pourra également s'agir de la protection recherchée par rapport à un objectif de gestion.

La «réalisation de l'objectif de gestion» pourra s'assimiler à la réalisation de la performance envisagée ou garantie. Il pourra également s'agir des moyens mis en œuvre en vue de l'optimisation des performances de l'Opcvm et/ou de ses actifs en portefeuille.

Peu de temps après la parution du décret n° 98-1123

modifiant le décret n° 89-624, la Cob avait indiqué dans son Bulletin mensuel (25) que «toutes les opérations de gré à gré pouvaient a priori être réalisées par les Opcvm» dès lors qu'elles respectaient les conditions susvisées.

Néanmoins, la Cob avait indiqué à cette occasion que deux exceptions demeuraient :

- tout d'abord, elle entendait interdire les ventes d'options OTC par les Opcvm car, selon elle, «ce type de contrat ne respectait pas le principe de révocabilité à tout moment» ;
- ensuite, elle rappelait que les opérations de change à terme des Opcvm coordonnés (c'est-à-dire ceux conformes à la directive 85/611 CEE du 20 décembre 1985) restaient soumise à l'article 21-2 de la directive, c'est-à-dire conclues exclusivement dans un but de couverture.

Dans le cadre des travaux sur la modification du chapitre VI de l'instruction du 15 décembre 1998, la Cob est finalement revenue sur la première exception (26).

La deuxième exception connaîtra très vraisemblablement des assouplissements significatifs à la faveur de la modification de la directive de 1985 (27).

Désormais, toutes les opérations de gré à gré peuvent être réalisées par les Opcvm de droit français sous réserve de respecter les conditions susvisées, dans les limites de l'orientation des placements et de la classification de l'Opcvm.

En annexe de la présente étude, un tableau synthétique recense, de façon non exhaustive, les différentes opérations de gré à gré ouvertes aux Opcvm. Ce document liste simplement les principales catégories de produits dérivés disponibles sur le marché et auxquels les gérants d'Opcvm peuvent souhaiter recourir.

Pour les produits plus complexes et structurés, il faudra se livrer à une analyse au cas par cas. En voici un exemple à propos des swaps de performance d'Opcvm.

La question de la validité de la conclusion par un Opcvm d'un swap qui échangerait la performance d'un indice (ou d'une référence définie contractuellement) contre la performance d'un autre Opcvm, et inversement, s'est posée. L'analyse juridique conduit à considérer qu'une telle opération entre bien dans le champ de l'article 2 du décret n° 89-624.

On pourrait imaginer de la même façon qu'un Opcvm achète une option sur la performance d'un autre Opcvm. En l'occurrence, conformément aux dispositions susvisées, il s'agira bien pour l'Opcvm de conclure un contrat de nature à protéger ses actifs ou à réaliser son objectif de gestion.

Il faudra s'assurer en outre :

- que la notice d'information de l'Opcvm prévoit expressément le recours aux produits dérivés de gré à gré et précise, le cas échéant, que l'Opcvm pourra y avoir recours en vue de réaliser son objectif de gestion (28) ;
- que l'opération est librement révocable à l'initiative de l'Opcvm ;
- qu'elle est conclue avec une contrepartie ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm ou d'établissement de crédit dont le siège est situé dans un Etat membre de l'OCDE (ce qui signifie qu'outre l'interdiction de réaliser des opérations directes entre portefeuilles gérés, il est impossible de conclure un tel swap entre deux Opcvm) ;
- que l'opération ne conduise pas l'Opcvm à engager plus d'une fois son actif.

Toutefois, une telle opération ne sera envisageable que sous la réserve expresse que la performance à recevoir soit celle d'un Opcvm ayant la même classification et la même nature. En effet, il est probable que la Cob manifesterait son hostilité à l'idée que, par un tel montage, un Opcvm français à vocation générale puisse recevoir la performance d'un Opcvm à procédure allégée, d'un FCIMT, d'un fonds commun de placement à risque (FCPR) voire d'un organisme de placement collectif étranger non coordonné ou n'ayant pas reçu d'autorisation de commercialisation en France.

En revanche, cette réserve pourrait ne pas jouer dans le cas où l'Opcvm concerné est affiché comme «diversifié» et que l'Opcvm, dont la performance serait échangée, est un Opcvm à vocation générale.

#### Le cas particulier des FCPE

A ce stade, il apparaît utile de faire une deuxième parenthèse sur une catégorie particulière d'Opcvm, les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE).

Les FCPE sont régis par le chapitre III de la loi du 23 décembre 1988 (articles 20 et 21) ainsi que par des dispositions spécifiques de la Cob <sup>(29)</sup> qui, sur de nombreux points, sont déroatoires au droit commun des Opcvm.

Pour le cas particulier du recours aux produits optionnels ou dérivés négociés de gré à gré, le «tableau de composition de l'actif d'un FCPE», qui figure dans l'instruction Cob de février 1998 relative aux FCPE admet la faculté pour un FCPE de recourir aux «contrats à terme fermes ou conditionnels négociés sur un marché réglementé français ou étranger» ainsi qu'aux «contrats d'échange prévus à l'article 2 du décret n° 89-624», sous la condition expresse que l'engagement résultant de ces contrats soit limité à une fois l'actif du FCPE et qu'ils soient conclus uniquement dans un but de protection du portefeuille et non de dynamisation des performances du fonds et encore moins de spéculation.

La première difficulté d'analyse provient du fait que les dispositions de l'article 2 du décret n° 89-624 qui ne retenaient, à l'origine, que la possibilité limitative de «contrats d'échange» ont disparu au profit de la notion extrêmement large de «contrats conclus en vue de protéger l'actif ou de réaliser l'objectif de gestion».

Malheureusement, la Cob n'a pas encore actualisé son instruction pour y intégrer les modifications apportées ultérieurement à la parution de son instruction de février 1998 à l'article 2 du décret n° 89-624.

On doit pourtant considérer que les nouvelles dispositions plus favorables et extensives applicables aux autres catégories d'Opcvm doivent *de jure* s'appliquer aux FCPE et remplacer la terminologie antérieure devenue trop limitative. En effet, dans la hiérarchie des normes juridiques, un décret est supérieur à une instruction de la Cob. Il semble que la Cob soit encline à confirmer cette analyse.

Cependant, une fois réglée cette discordance terminologique, les praticiens se retrouvent confrontés à une autre difficulté liée à l'interdiction faite par la Cob aux FCPE d'avoir recours à des opérations de «dynamisation des performances» ou de «spéculation» via des produits dérivés.

Dans la mesure où un effet de levier est souvent associé aux produits dérivés, cet effet de levier pourrait être assimilé à une dynamisation prohibée de la perfor-

mance du FCPE, voire dans certaines circonstances à de la spéculation.

Néanmoins, sur ce point, on constate une nouvelle fois une discordance entre l'instruction Cob de février 1998 et le décret n° 89-624. En effet, comment faire cohabiter la prohibition de la dynamisation des performances des seuls FCPE et l'autorisation générale des opérations permettant de réaliser l'objectif de gestion de tout Opcvm ?

A l'évidence, la dynamisation des performances d'un Opcvm peut être considérée comme une composante ou un paramètre de son objectif de gestion. Dans ces conditions, pourquoi interdire l'une et admettre l'autre ?

Les professionnels ont eu l'occasion d'évoquer ces questions avec la Cob qui, faisant preuve de pragmatisme et d'ouverture, a accepté d'ouvrir la faculté aux FCPE, à l'instar des autres Opcvm, d'avoir recours aux opérations négociées de gré à gré permettant de couvrir l'actif du fonds ou de réaliser son objectif de gestion.

Il faut dire que la Cob ne pouvait raisonnablement pas s'arc-bouter sur les dispositions obsolètes de son instruction alors que, parallèlement et en contradiction apparente avec sa propre réglementation, elle a été amenée à délivrer son agrément à des FCPE à effet de levier, dont l'effet de levier était notamment restitué par des produits dérivés <sup>(30)</sup>.

Pour conclure sur ce point, la Cob a manifesté en revanche, et à juste titre, son intention de maintenir sa position de principe relative à la prohibition de la spéculation dans les FCPE.

## 2. La modification du chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998 («Modalités de suivi des interventions des Opcvm sur les marchés à terme»)

La modification du décret n° 89-624 a entraîné dans son sillage celle du chapitre VI de l'instruction du 15 décembre 1998 <sup>(31)</sup>.

Ce texte, paru en février 2000 <sup>(32)</sup>, établi en concertation avec l'AFG-ASFFI, les dépositaires et les commissaires aux comptes est globalement très satisfaisant car il fait droit à la majorité des attentes de l'industrie française de la gestion d'actifs.

La Cob est ainsi revenue sur l'interdiction faite aux Opcvm de vendre des options OTC, position qui était fondée sur l'absence présumée de libre révocabilité des ventes d'options <sup>(33)</sup>. Les Opcvm peuvent donc désormais vendre librement des options de vente (*put*) et des options d'achat (*call*) sous réserve de respecter les conditions énumérées à l'article 2 du décret n° 89-624.

De façon synthétique, l'objectif du chapitre VI est de déterminer la position à terme nette de l'Opcvm en vue de mesurer son engagement global sur les marchés dérivés, réglementés et de gré à gré. La position à terme nette est définie comme étant la somme des positions après compensation.

La position à terme nette se dégage de la façon suivante :

- les opérations sont traduites en position à terme

brute. C'est l'objet de la première partie du chapitre VI. Les opérations à terme de sens opposé portant sur des actifs sous-jacents identiques peuvent être compensées entre elles sous certaines conditions. Les actifs sont réputés identiques s'ils présentent la même maturité et les mêmes caractéristiques de sensibilité aux risques de taux, de change, d'action et de crédit ;

- la position à terme brute peut être réduite après compensation avec des actifs identiques détenus par l'Opcvm, afin de déterminer la position à terme nette. C'est l'objet de la deuxième partie du chapitre VI.

Force est de constater qu'à travers la modification du chapitre VI, la Cob a fait œuvre de modernité et d'innovation. Pour preuve, les modalités de calcul de la mesure de l'engagement au moyen de la technique de l'équivalent sous-jacent et de la méthode des «deltas» ainsi que les possibilités très larges des compensations admises en réduction des positions à terme brute et nette.

Au titre du suivi des opérations, la Cob, en contrepartie d'une plus grande liberté d'intervention sur les produits dérivés, rappelle que les sociétés de gestion utilisant ces techniques doivent disposer, effectivement et en permanence, des moyens techniques et humains adéquats et mettre en place les procédures adaptées en vue de la gestion de ces instruments comme du contrôle effectif de leur valorisation.

Parmi les nouveautés, la Cob exige désormais que la valorisation des opérations sur instruments financiers à terme négociés de gré à gré ne repose plus sur la seule utilisation de la valorisation établie par la contrepartie de l'Opcvm ou de variables fournies par celle-ci (34).

La Cob précise ainsi qu'au minimum une méthode de comparaison entre plusieurs valorisations devra être mise en place. Le modèle de valorisation utilisé devra être documenté et mis à la disposition du commissaire aux comptes et du dépositaire de l'Opcvm concerné.

L'AFG-ASFFI avait cherché à restreindre la portée de cette dernière disposition afin d'éviter de mettre en place une véritable «usine à gaz» pour les sociétés de gestion et les Opcvm qui utilisent de façon très marginale les produits dérivés. Il avait ainsi été demandé à la Cob que cette obligation de documenter une méthode de valorisation soit assortie d'un seuil de déclenchement fixé par exemple en fonction de la part des actifs gérés engagés dans des opérations sur produits dérivés de gré à gré. Cette demande est demeurée vaine, la Cob considérant, assez logiquement au demeurant, que cette contrainte est la contrepartie nécessaire d'une plus grande liberté de manœuvre pour les sociétés de gestion.

Par ailleurs, le nouveau chapitre VI précise que la société de gestion doit effectuer un suivi permanent des engagements des Opcvm. A cet égard, la société de gestion doit tenir le relevé permanent de ces opérations et évaluer le niveau des engagements qui en découlent, à charge pour le contrôleur interne de s'assurer du contrôle effectif de ce suivi. Le dépositaire et le commissaire aux comptes devant, par ailleurs, contrôler le suivi des positions sur les marchés à terme dont ils sont les contrôleurs externes.

Au titre de l'information, le nouveau chapitre VI dispose que «les opérations à terme doivent s'inscrire dans le cadre de la classification de l'Opcvm et dans le respect de l'orientation des placements décrite dans la notice d'information». Le nouveau texte poursuit : «La notice d'informa-

tion doit être explicite sur les stratégies mises en place et sur le type d'instruments utilisés et, le cas échéant, leur impact prévisible ou attendu sur l'investissement réalisé par le souscripteur de l'Opcvm».

Les professionnels de la gestion avaient également cherché à restreindre la portée de cette disposition.

En effet, même si sa philosophie est louable et indépendamment de ses conséquences pratiques (modification fréquente des notices d'information au gré des changements de stratégie), elle paraît difficile à mettre en œuvre. Ainsi, à partir de quel seuil doit-on considérer qu'un instrument financier à terme influe de manière significative sur l'orientation de gestion d'un Opcvm ? Cinquante pour cent ? En outre, il sera difficile de déterminer a priori l'ampleur a posteriori des effets d'une opération sur instruments financiers à terme dont les effets sont par nature différés dans le temps...

Enfin, pour conclure sur la modification du chapitre VI, il est désormais prévu que la notice d'information précise expressément si l'Opcvm entend utiliser des produits dérivés pour réaliser son objectif de gestion.

A la lumière de ces nouvelles dispositions, les notices d'information ne pourront plus à l'avenir se limiter à énoncer, de façon sibylline et lapidaire, que l'Opcvm pourra intervenir sur les marchés à terme français et étrangers dans les limites prévues par la réglementation en vigueur...

Le nouveau chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998 sera applicable à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2000. D'ici là, les sociétés de gestion devront s'être mises en conformité avec ces nouvelles dispositions (mise en place d'un modèle interne de valorisation ou de comparaison de valorisations et modification des notices d'information).

### 3. Lettre de la Cob sur les dérivés de crédit

Troisième révolution : les dérivés de crédit (35).

En septembre 1999, la Cob, interrogée par Patrick Sellam, commissaire aux comptes bien connu des professionnels de la gestion d'actifs, sur la validité de la vente de protection par des Opcvm via un «*credit default swap*», s'est prononcée favorablement, à la condition que :

- les titres sous-jacents soient pris en compte dans les ratios d'investissement applicables à l'Opcvm ;
- le dénouement du contrat n'ait pas pour effet de mettre l'Opcvm en défaut avec sa classification et son orientation de gestion.

Cette lettre, qui fonde la doctrine actuelle de la Cob, est parfaitement conforme à l'esprit de l'article 2 du décret n° 89-624.

Cette lettre mériterait toutefois d'être explicitée sur un point. En effet, elle n'a pas pris en considération le fait que les dérivés de crédit peuvent se dénouer autrement que par livraison d'un actif physique (obligations livrables = «*physical settlement*») et qu'il est également possible de prévoir un dénouement par paiement d'un différentiel (= «*cash settlement*»).

Dans ces conditions, l'exigence de comptabilisation du sous-jacent dans les ratios d'investissement de l'Opcvm mériterait d'être assouplie.

La question des dérivés de crédit permet d'assurer la transition avec la troisième partie de la présente étude,

intitulée «La Restauration ?», afin de mettre en exergue les risques potentiels que pourraient présenter pour l'industrie française de la gestion d'actifs certaines dispositions très conservatrices contenues dans deux projets de textes, l'un français, l'autre d'origine communautaire.

### III La Restauration ?

Il existe d'un côté un projet de texte français, à savoir une quatrième modification du décret n° 89-624, et de l'autre côté, un projet de texte communautaire, à savoir la modification de la directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985.

#### 1. Le projet de modification du décret n° 89-624

En décembre 1999, un avant-projet de décret a été soumis à l'AFG-ASFFI en vue de modifier le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989. Cet avant-projet de décret poursuit principalement trois objectifs :

- élargir le champ des contreparties autorisées à traiter avec les Opcvm pour les contrats conclus sur des «marchés reconnus», fonctionnant régulièrement et disposant d'une chambre de compensation ;
- limiter le recours aux «contrats sur risque de crédit» aux seuls Opcvm à procédure allégée ;
- autoriser l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm nourriciers à la condition que ces opérations soient effectuées en vue de fournir une «protection supplémentaire aux actionnaires ou porteurs».

##### a) Marchés reconnus

Tout d'abord, il est proposé de permettre aux Opcvm de conclure, sans considération de la qualité de la contrepartie (36), des contrats sur des «marchés reconnus», qui fonctionnent régulièrement, qui sont dotés d'une chambre de compensation prévoyant des exigences en matière d'appel de marge et dont la liste serait publiée par arrêté du ministre de l'économie.

La notion de «marchés reconnus» est issue de la directive 98/33/CEE du 22 juin 1998 (37) ayant modifié la directive 89/647/CEE du 18 décembre 1989 relative au ratio de solvabilité des établissements de crédit (38).

Il s'agit de marchés de gré à gré pour lesquels les exigences communautaires en matière de ratio de solvabilité des établissements de crédit sont assouplies en raison d'une meilleure prise en considération des possibilités de compensation «en termes de réduction du risque de crédit et du risque systémique connexe dans le traitement prudentiel du risque de crédit» (39).

Cette notion est totalement nouvelle dans l'environnement des Opcvm puisqu'elle n'existe ni dans la directive de 1985, ni dans la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux Opcvm, ni dans la directive sur les services d'investissement (DSI) (40), ni dans la loi MAF du 2 juillet 1996.

En France, on pense immédiatement à la Banque centrale de compensation/Clearnet<sup>SBF</sup> SA qui, s'agissant des opérations de gré à gré, constitue l'unique chambre de compensation, pour compte propre de ses membres

(teneurs de marchés ou «*primary dealers*») exclusivement sur les titres d'Etat libellés en euros et sur les opérations de pensions livrées des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT). Cependant, Clearnet<sup>SBF</sup> SA ne joue pas encore le rôle de contrepartie centrale pour les opérations portant sur des instruments financiers à terme négociés de gré à gré (contrairement à ceux négociés sur les marchés réglementés que sont le Monep et le Matif). Des systèmes similaires existent au Royaume-Uni («*Repoclear*» exploité par la London Clearing House) et aux Etats-Unis («*Government Securities Clearing Corporation*» ou «*GSCC*»), ces deux dernières chambres de compensation s'étant alliées en 1999 pour créer, en partenariat avec Euroclear, «*ESCC*» « ou «*European Securities Clearing Corporation*».

Cette ouverture est très novatrice car, à notre connaissance, de tels marchés n'existent pas encore pour les produits dérivés OTC ou, s'ils existent, ne sont pas encore accessibles aux Opcvm.

En revanche, dans un avenir proche, de tels marchés verront très certainement le jour à la faveur de l'extension du champ d'intervention de marchés existants ou par création *ex nihilo*. C'est la tendance actuelle pour les opérations de gré à gré en vue notamment de diminuer le risque de contrepartie au moyen de l'intervention d'une contrepartie centrale et donc, pour les banques, de réduire leurs besoins en fonds propres (41).

Ce sont finalement les conditions d'agrément de ces marchés par le ministre de l'économie qui seront importantes, d'autant qu'actuellement, il n'en existe pas... Il conviendra à cet égard de s'assurer que cette ouverture sera réellement mise en œuvre lorsque de tels marchés se généraliseront.

##### b) Dérivés de crédit

Le projet de modification du décret n° 89-624 contient par ailleurs une disposition réservant l'utilisation des «contrats sur risque de crédit» (c'est-à-dire les dérivés de crédit) aux seuls Opcvm à procédure allégée.

Les Opcvm à procédure allégée sont régis par le chapitre V ter de la loi du 23 décembre 1988 et sont réservés aux investisseurs qualifiés au sens du décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998 (42) ainsi qu'à ceux effectuant un investissement supérieur à 3,5 MF (ou 500 000 euros) (43).

Il est curieux de soutenir que seuls les Opcvm à procédure allégée, car réservés aux investisseurs qualifiés, seraient aptes à utiliser les dérivés de crédit alors que l'article 1<sup>er</sup> - III du décret du 1<sup>er</sup> octobre 1998 susvisé dispose que les sociétés de gestion agissant pour le compte d'Opcvm (toutes catégories confondues) sont réputées agir en tant qu'investisseurs qualifiés...

Cette restriction, si elle était retenue, constituerait un recul inacceptable par rapport à l'article 2 du décret n° 89-624 dans sa rédaction actuelle ainsi qu'à la position exprimée par la Cob dans sa lettre de septembre 1999 précitée. D'autant que ce projet interdit aussi bien la «vente de protection» que l'«achat de protection» par un Opcvm au moyen des dérivés de crédit.

Tout d'abord, il faut souligner qu'un certain nombre d'Opcvm à vocation générale ont d'ores et déjà valablement traité ce type d'opération (principalement des «*credit default swaps*» et des «*credit linked notes*»).

Ensuite, il faut rappeler que les dérivés de crédit répliquent, couvrent ou transfèrent le risque de crédit

mais ne l'accroissent pas. Ainsi, un Opcvm vendeur de protection via un «*credit default swap*» ne supportera pas un risque plus important que s'il détenait l'actif sous-jacent en portefeuille.

Pour mémoire, un «*credit default swap*» est un contrat bilatéral dans lequel l'acheteur du swap (acheteur de protection) paie une prime périodique au vendeur du swap (vendeur de protection) afin d'être protégé contre un «événement de crédit» survenant, suivant le cas, au «crédit de référence» ou à «l'entité de référence». Il s'agit en réalité d'une vente de «*put*» conditionnelle, à savoir que son exercice est lié à la survenance d'un «événement de crédit» (44).

Via un «*credit default swap*», il est par exemple tout à fait possible de recréer «synthétiquement» la détention d'un actif sans l'avoir en portefeuille mais avec un rendement plus élevé.

L'exemple suivant permet d'illustrer cette faculté et de démontrer que la vente de protection par un Opcvm d'un «*credit default swap*» peut parfaitement concourir à la réalisation de son objectif de gestion sans présenter un risque supérieur à un investissement direct dans le sous-jacent du swap.

Ainsi, plutôt que de détenir en portefeuille des obligations Peugeot qui lui rapportent 5 %, un Opcvm peut décider d'acquérir des OAT de rendement 4,5 % et vendre un «*credit default swap*» par exemple sur des obligations Peugeot qui lui rapportera 70 Bp (soit 0,7 %). Au global, l'Opcvm se retrouve dans une situation identique à celle d'un Opcvm détenant en direct des titres Peugeot mais avec un rendement supérieur (5,2 %).

En termes de risque, la situation de l'Opcvm ayant vendu la protection via le «*credit default swap*» sera identique à la situation de l'Opcvm ayant l'actif de référence en portefeuille, dès lors qu'en cas de survenance de l'événement de crédit, l'Opcvm paiera à l'acheteur de protection la dépréciation de l'actif qu'il aurait subie en direct s'il avait eu l'actif de référence en portefeuille (ou recevra l'actif déprécié selon qu'il s'agit d'un «*cash settlement*» ou d'un «*physical settlement*»). En revanche, si l'événement de crédit ne survient pas, l'Opcvm aura encaissé périodiquement les flux ou les primes, ce qui lui permettra d'extérioriser sur l'actif recréé synthétiquement (via l'OAT et le «*credit default swap*») une performance accrue.

Dans ces conditions, pourquoi refuser le recours à ce type de produits aux Opcvm à vocation générale, dès lors qu'ils ne présentent pas plus de risque que les produits dérivés plus «classiques» ?

Par ailleurs, il n'est pas inutile de rappeler que, s'agissant des «*credit linked notes*» (qui sont une forme «titrisée», c'est-à-dire incorporée dans un titre, des «*credit default swap*»), celles-ci peuvent être émises dans le cadre d'un programme d'*Euro Medium Term Notes* («EMTN»), ce qui limite la portée du projet de décret, un EMTN ne pouvant être considéré comme un «contrat sur risque de crédit» mais comme un titre de nature obligataire. Ainsi, il suffira à un Opcvm d'acheter des «*credit linked notes*» sous forme d'EMTN pour échapper à cette réglementation.

Au regard de cet avant-projet de décret, l'AFB a adopté la position suivante :

- Tous les Opcvm, sans restriction (dont les Opcvm à vocation générale), doivent pouvoir effectuer toutes opérations sur instruments financiers et notamment sur instruments financiers à terme, au sens de l'article 3 de la loi

n° 96-597 du 2 juillet 1996, conclues de gré à gré et en particulier tous produits dérivés, dont les dérivés de crédit. Rappelons que les «*credit linked notes*» («CLN»), généralement assimilées aux dérivés de crédit, donnent lieu à l'émission d'un titre de créance («note») et relèvent donc des instruments financiers de l'article 1-2° de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996. Les CLN ne peuvent dès lors pas être considérées comme des instruments financiers à terme.

- Tous les dérivés de crédit (qu'il s'agisse des «*credit default swap*», «*credit linked note*», «*total rate of return swap*», «*credit spread option*», «*first to default*»...) doivent pouvoir être indifféremment utilisés par les Opcvm. Il est essentiel de ne pas revenir à une liste limitative de produits admis comme cela était le cas, antérieurement à la modification du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 par le décret n° 98-1123 du 10 décembre 1998.

- Cette utilisation doit néanmoins faire l'objet d'une transparence accrue à l'égard des porteurs et être strictement encadrée, notamment afin de permettre les contrôles du dépositaire et du commissaire aux comptes :

- la notice d'information de l'Opcvm doit prévoir le recours par l'Opcvm aux dérivés de crédit (cf. chapitre VI de l'instruction du 15 décembre 1998),

- la société de gestion doit être dotée des moyens adéquats et pérennes, ainsi que des compétences nécessaires pour comprendre ces produits, suivre et valoriser ses positions (conformément aux dispositions du chapitre VI de l'instruction du 15 décembre 1998 (45)),

- l'opération doit être documentée sous un contrat-cadre de place français ou étranger (46),

- l'opération doit pouvoir être dénouée ou liquidée à tout moment à l'initiative de l'Opcvm sur la base de la valeur de marché,

- l'opération doit avoir été conclue avec une contrepartie ayant le statut de dépositaire d'Opcvm ou un établissement de crédit ayant son siège dans un État membre de l'OCDE,

- l'exigence d'éligibilité du sous-jacent à l'actif de l'Opcvm (et sa prise en considération dans les ratios) ne doit être requise que si l'opération doit se dénouer par livraison physique du sous-jacent («*physical settlement*»).

S'agissant de cette dernière exigence d'éligibilité du sous-jacent à l'actif de l'Opcvm et en particulier sur la possibilité pour les Opcvm d'intervenir via des dérivés de crédit sur des instruments non directement éligibles à leur actif (des crédits bancaires par exemple), cette faculté doit pouvoir être autorisée dès lors que le sous-jacent ne donne lieu à aucune livraison physique et que l'opération se dénoue par paiement d'un différentiel («*cash settlement*»).

Il faut souligner que, dans le cas particulier de sous-jacents «crédits bancaires», il pourrait sembler peu cohérent d'interdire aux Opcvm d'intervenir indirectement sur de tels sous-jacents, alors qu'ils peuvent déjà le faire via la souscription de parts de fonds commun de créances (47) et plus récemment d'obligations foncières (avec des ratios assouplis de surcroît) qui sont en réalité des crédits bancaires titrisés. En outre, toutes les catégories d'Opcvm peuvent d'ores et déjà souscrire des obligations «classiques» qui constituent une forme de crédit (certes non bancaire) à l'émetteur.

S'agissant des «*credit linked notes*», l'AFB a proposé, de façon extrêmement prudente, de comptabiliser dans les ratios de l'Opcvm tant le risque pris sur l'émetteur de la

«note» que celui pris sur l'émetteur du sous-jacent (48).

En marge de ces réflexions de place, l'AFG-ASFFI a formulé une proposition de modification de l'avant-projet de décret visant à autoriser expressément l'utilisation des dérivés de crédit par l'ensemble des Opcvm.

### c) Opcvm nourriciers

Dernier point de l'avant-projet de modification du décret n° 89-624 : l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm nourriciers (49).

Le projet de modification du décret n° 89-624 propose d'autoriser (puisque la Cob considère qu'en l'état actuel des textes, ce n'est pas possible) l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm nourriciers.

Ce n'est pas un retour en arrière mais plutôt une avancée dont il faut se féliciter.

Ainsi, le projet dispose qu'un Opcvm nourricier ne peut procéder à ces opérations que lorsque ces dernières sont effectuées en vue de fournir une protection supplémentaire à ses actionnaires ou porteurs. Le projet prévoit que, dans ce but et afin de déterminer la mesure de l'engagement, l'Opcvm nourricier devra prendre en compte les opérations effectuées le cas échéant au sein de l'Opcvm maître. Les éléments paraissent à ce stade satisfaisants.

## 2. La modification de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 sur les Opcvm

Dans le cadre de la réforme de la directive n° 85/611/CEE du 20 décembre 1985, le recours aux produits dérivés par les Opcvm a suscité et continue de susciter des débats entre Etats membres.

Actuellement, la directive de 1985 ne contient aucune disposition relative aux interventions des Opcvm sur les produits dérivés. L'article 21 se borne simplement à énoncer que «les Etats membres peuvent autoriser les Opcvm... à recourir aux techniques et instruments qui ont pour objet les valeurs mobilières, à condition que le recours à ces techniques et instruments soit fait en vue d'une bonne gestion du portefeuille». L'article 21 se poursuit en précisant que «les Etats membres peuvent, en outre, autoriser les Opcvm à recourir à des techniques et à des instruments destinés à couvrir les risques de change dans le cadre de la gestion de leur patrimoine», ce qui permet aux Opcvm coordonnés d'intervenir sur les marchés des changes à terme mais en vue de la «seule couverture des actifs physiques libellés dans une devise différente de celle de la comptabilité de l'Opcvm» (50).

Il semble qu'à l'époque de l'adoption de la directive, en 1985, ses rédacteurs n'avaient pas entendu fixer de règles précises notamment en raison des divergences d'appréciation entre les différents Etats membres.

La directive avait donc posé le principe de la possibilité de recourir aux techniques et instruments ayant pour objet les valeurs mobilières, mais en avait limité la portée en conditionnant cet usage à la «bonne gestion du portefeuille». Pour le surplus, la directive laissait le soin aux Etats de fixer les conditions et les limites dans lesquelles le recours aux «techniques et instruments» sera possible.

A l'évidence, les projets successifs de réforme de la directive sont toujours le reflet de ces débats entre Etats membres.

Ainsi, la proposition initiale de directive émanant de la Commission autorisait uniquement l'utilisation des produits dérivés standardisés négociés sur des marchés réglementés et excluait les instruments financiers à terme négociés de gré à gré.

Néanmoins, à la faveur des interventions et contributions des représentants de certains Etats membres (dont la France), de la Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement (FEFSI), du Parlement européen, du Comité économique et social et du groupe du travail du Conseil sur les services financiers, la Commission a accepté d'étendre le champ d'application de sa proposition aux produits dérivés OTC.

Ensuite, cette proposition a évolué. On est ainsi passé d'un projet qui limitait l'utilisation des produits dérivés aux seuls sous-jacents détenus en portefeuille (donc à titre de couverture exclusivement) à un texte qui, désormais, prévoit expressément qu'un Opcvm peut, sous certaines conditions, «dans le cadre de sa politique générale de placement et/ou à des fins de couverture, acquérir des instruments financiers dérivés» (art. 24 ter § 1 nouveau) négociés sur marchés réglementés ou de gré à gré.

Il n'est pas inutile de rappeler à cet égard qu'il y a environ un an le projet de directive conditionnait l'utilisation des produits dérivés à la «couverture du risque maximal lié à ces opérations, sur toute la durée du contrat, par des actifs de nature appropriée et d'une valeur suffisante appartenant à l'Opcvm».

C'est donc sur ce point une avancée significative.

Le projet de directive «produits» contient néanmoins dans sa rédaction issue d'amendements votés par le Parlement européen le 17 février 2000 et modifiée par la Commission (proposition approuvée le 30 mai 2000) (51), des dispositions très restrictives et/ou inadaptées s'agissant des prêts de titres et des conditions d'utilisation des produits dérivés OTC.

### a) Parenthèse sur les prêts de titres

A titre anecdotique, l'interdiction (demandée semble-t-il par la Belgique) des prêts de titres entre un Opcvm et son dépositaire n'est heureusement plus à l'ordre du jour.

Sur le fond, le quatorzième considérant du projet de directive précise qu'«il est souhaitable de permettre aux Opcvm d'effectuer des opérations de prêts de titres», en prenant soin de «préserver la liquidité des portefeuilles des Opcvm», ce qui implique que les opérations de prêts de titres ne portent que sur une partie du portefeuille et soient temporaires.

Ainsi, l'article 21 précise qu'«un Opcvm peut être autorisé, dans une mesure limitée, à définir par les Etats membres, à participer en tant que prêteur à des opérations de prêts de titres».

Pour qu'une opération de prêt de titres puisse être valablement conclue par un Opcvm, il est nécessaire que les conditions suivantes soient remplies :

- l'opération ne peut être conclue qu'avec des «organismes de compensation de titres ou des bourses de valeurs reconnus, ou avec des contreparties qui sont soit des entités agréées, spécialisées dans ce type d'opérations et soumises à une surveillance prudentielle au niveau communautaire, soit des établissements de crédit de la

zone A au sens de la directive 89/647/CEE <sup>(52)</sup>, soit des entreprises d'investissement au sens de la directive 93/22/CEE, soit des sociétés d'investissement de pays tiers reconnues qui sont soumises et se conforment à des règles prudentielles que les autorités compétentes considèrent comme au moins aussi strictes que celles prévues par la directive 93/6/CEE <sup>(53)</sup> ;

- tout prêt de titres doit donner lieu «à l'octroi de sûretés appropriées qui couvrent le risque de défaillance de l'emprunteur». Pendant toute la durée de l'opération, la valeur de ce collatéral doit être au moins égale à la valeur totale des instruments financiers prêtés, ces «sûretés appropriées» devant être conservées «à titre de sûretés» ;
- lorsqu'un Opcvm conclut une opération de prêt de titres avec son dépositaire, «les autorités compétentes [doivent veiller] à ce que la sûreté soit consignée entre les mains d'un tiers pour toute la durée du contrat et à ce que des mesures soient prises pour empêcher le dépositaire d'en faire usage».

Première observation : pourquoi autoriser les Opcvm à n'être que prêteurs de titres et ne pas leur permettre d'être également emprunteurs (comme cela est, par exemple, possible en France <sup>(54)</sup>) ? Même s'il est certain que les Opcvm sont structurellement prêteurs, une telle restriction apparaît injustifiée.

Seconde observation : pourquoi imposer que les actifs composant le collatéral soient conservés «à titre de sûretés» sans qu'il soit possible pour l'Opcvm d'en disposer librement ?

Indépendamment de son inefficience économique (le collatéral étant bloqué de façon stérile), cette contrainte est contraire à tous les mécanismes juridiques (par exemple, en France, la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne) et contractuels (par exemple, contrats-cadres AFTI et OSLA <sup>(55)</sup>) régissant les prêts de titres et organisant la collatéralisation de ces opérations. En effet, dans ce cadre, les espèces ou les titres remis en garantie sont transférés en pleine propriété au prêteur, qui en a donc, légalement et contractuellement, la totale et libre disponibilité <sup>(56)</sup>. A défaut de précision dans le projet de directive, on peut s'interroger sur la signification et la qualification juridique du terme «sûreté» et sur sa compatibilité avec les mécanismes de transfert de collatéral en pleine propriété.

En outre, l'impossibilité pour l'Opcvm d'utiliser le collatéral afin, par exemple, de le réinvestir ou de le donner à son tour en collatéral pour d'autres opérations, pourrait potentiellement le mettre en défaut par rapport à ses ratios d'actif. En effet, le collatéral étant transféré en pleine propriété, la logique commande de le comptabiliser (certes de façon temporaire) dans l'actif de l'Opcvm avec les conséquences que l'on imagine sur les ratios et les situations de blocage que cela pourrait engendrer notamment s'agissant du caractère accessoire des liquidités...

Troisième observation : s'agissant des prêts de titres conclus entre un Opcvm et son dépositaire, pourquoi exiger que le collatéral soit bloqué entre les mains d'un tiers afin d'empêcher le dépositaire d'en faire usage ?

L'opprobre ainsi jetée sur le dépositaire est de prime abord source de confusion.

En effet, il semble incohérent de considérer que, d'une part, les établissements susceptibles d'exercer la fonction de dépositaire offrent toutes les garanties de sécurité et de solvabilité pour l'accomplissement de leurs

fonctions et que, d'autre part, ces garanties disparaissent quand l'établissement dépositaire doit recevoir le collatéral versé à l'Opcvm contrepartie d'une opération de prêt de titres. Une telle suspicion est inexplicable.

A cet égard, il est utile de relever que le dix-neuvième considérant du projet de directive dispose que «les catégories d'établissements autorisées à remplir la fonction de dépositaire ne doivent comprendre que des établissements dotés des ressources financières et de la structure adéquates et soumis à une surveillance prudentielle»...

La seule explication de ce traitement dérogatoire au droit commun (pour mémoire, les liquidités appartenant à un Opcvm et figurant sur un compte tenu par le dépositaire, peuvent être réemployées par celui-ci comme tous les dépôts en espèces effectués auprès des banques) semble résider néanmoins dans le fait que, jusqu'à présent, les Opcvm ont toujours été exclus du bénéfice des systèmes d'indemnisation des déposants et investisseurs... L'interdiction pour le dépositaire d'utiliser le collatéral reçu par un Opcvm serait donc la contrepartie de cette exclusion.

Pour conclure sur ce point, il est intéressant de relever que la réglementation luxembourgeoise exige actuellement que les prêts de titres entre un Opcvm et une contrepartie doivent donner lieu à la mise en place d'une garantie bloquée entre les mains... du dépositaire.

#### b) Produits dérivés de gré à gré

Dans la dernière version du projet de directive, le champ des produits dérivés OTC susceptibles d'être utilisés par les Opcvm a été élargi et il faut s'en féliciter.

En revanche, à l'occasion du vote d'amendements par le Parlement européen le 17 février 2000 et de propositions adoptées par la Commission le 30 mai 2000, des contraintes nouvelles ont été rajoutées quant aux conditions d'utilisation des produits dérivés OTC.

Le souci sous-tendant l'imposition de ces nouvelles contraintes est pourtant louable.

Ainsi, comme le dixième considérant du projet de directive modifié le précise, il s'agit, à la différence des opérations sur instruments financiers dérivés standardisés négociés sur marchés réglementés, de prévoir des «exigences supplémentaires concernant les contreparties et les instruments éligibles, ainsi que la liquidité et l'évaluation permanente des positions» afin de «garantir aux investisseurs un niveau de protection appropriée».

Le douzième considérant dispose à son tour : «Les opérations sur produits dérivés ne devraient jamais avoir pour objectif de tourner les principes et les règles énoncés dans la présente directive ; en particulier, pour assurer une bonne répartition des risques, les limites concernant les instruments dérivés devraient s'appliquer sur la base du sous-jacent ; en ce qui concerne les instruments dérivés négociés de gré à gré, des exigences complémentaires en matière de répartition des risques devraient s'appliquer en cas de concentration des risques à l'égard d'une même contrepartie ou d'un même groupe de contreparties ; enfin, dans un souci de sensibilisation permanente aux risques et engagements qui découlent des opérations sur instruments dérivés et de contrôle du respect des limites fixées aux placements, les Opcvm devraient évaluer et contrôler ces risques et engagements sur une base continue».

Le treizième considérant poursuit : «Pour assurer la

protection des investisseurs, il est nécessaire de limiter les engagements découlant des instruments financiers dérivés détenus par un Opcvm de telle sorte qu'ils ne dépassent pas certains pourcentages de la valeur nette totale du portefeuille de cet Opcvm ; pour garantir la protection des investisseurs par des mesures de publicité, les Opcvm devraient écrire les stratégies, les techniques et les limites à l'investissement applicables à leurs opérations sur instruments dérivés dans des documents adéquats destinés au public et aux autorités compétentes ; de plus, les Opcvm qui placent leurs actifs dans des instruments dérivés devraient indiquer clairement dans un avertissement adressé aux investisseurs potentiels qu'une part de leurs actifs sera placée en instruments dérivés négociés de gré à gré, de sorte que ces investisseurs puissent prendre leurs décisions en pleine connaissance des risques liés à l'acquisition de parts des Opcvm considérés».

Ces «bonnes résolutions» ressemblent étrangement aux nouvelles dispositions du chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998.

En application de ces considérants, l'article 1<sup>er</sup> de la proposition de directive adoptée le 30 mai 2000 prévoit donc de compléter l'article 19 § 1 de la directive 85/611/CEE afin de faire figurer les «instruments financiers dérivés négociés de gré à gré» au titre des «placements d'un fonds commun de placement et d'une société d'investissement», à la condition que :

- les contreparties soient des «établissements soumis à une surveillance prudentielle» et appartiennent «aux catégories agréées par les autorités compétentes pour les Opcvm» ;
- les instruments utilisés fassent l'objet d'une «évaluation fiable et vérifiable et puissent être vendus ou liquidés au jour le jour».

Pour compléter ces règles prudentielles, qui n'appellent pas de commentaire particulier, le projet d'article 24 ter nouveau de la directive précise que l'utilisation des produits dérivés par un Opcvm implique que :

- «la société de gestion ou d'investissement applique des procédures de gestion des risques qui lui permettent de contrôler et de mesurer au jour le jour le risque significatif associé à chacune de ses positions et la contribution de celles-ci au profil de risque général du portefeuille» ;
- «la société de gestion ou d'investissement applique des procédures permettant une évaluation précise et indépendante de la valeur des instruments dérivés négociés de gré à gré» ;
- l'Opcvm indique dans son prospectus et ses publications promotionnelles qu'il effectuera des opérations sur produits dérivés et, en particulier, précise «les instruments qu'il peut acquérir ainsi que la contribution des instruments dérivés aux risques et au rendement du portefeuille global» ;
- l'Opcvm fournisse des «informations sur les limites quantitatives... à son exposition journalière sur ces instruments, ainsi que les méthodes utilisées pour calculer ces limites».

Là encore, ces règles sont très proches de celles récemment introduites en France à l'occasion de la modification du chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998.

Une des conditions issues des amendements votés par le Parlement européen le 17 février 2000 a heureusement disparu. L'un des ces amendements réservait en effet l'utilisation des produits dérivés aux seuls instruments «jouissant d'une notation élevée sur une échelle de notation reconnue» (!)...

Cette disposition ne pouvait raisonnablement pas être maintenue dans la mesure où il n'existe pas de système de notation financière des opérations sur instruments financiers dérivés négociés de gré à gré. Seules les contreparties font l'objet d'une notation financière par les agences de rating. On pouvait néanmoins craindre que l'adoption de ce texte interdise de facto l'utilisation des produits dérivés OTC par les Opcvm coordonnés faute de notation, ce qui était bien évidemment inacceptable.

En revanche, d'autres conditions ont été maintenues ou sont apparues dans la proposition adoptée par la Commission le 30 mai 2000.

#### Mesure de l'engagement

Ainsi, il est prévu, dans le projet d'article 24 ter 3 nouveau, que les limites suivantes s'appliqueront :

- «le montant total des engagements souscrits par un Opcvm dans le cadre de ses opérations sur instruments financiers dérivés ne doit pas dépasser la valeur nette totale de son portefeuille», étant précisé que «la valeur de ces engagements doit être calculée par rapport à la valeur actuelle du sous-jacent» ;
- «le montant total des engagements souscrits par un Opcvm dans la cadre de ses opérations sur instruments dérivés négociés de gré à gré ne doit pas dépasser 30 % de la valeur nette totale de son portefeuille», étant précisé que «le calcul au jour le jour de la valeur de ces engagements doit être basé sur la valeur actuelle du sous-jacent».

La première limite, consistant à imposer que l'Opcvm ne puisse engager plus d'une fois son actif sur des opérations sur produits dérivés (négociés sur marchés réglementés ou de gré à gré), est une mesure de bon sens. Elle n'appelle aucune critique.

En revanche, la deuxième limite appliquée aux seuls instruments financiers à terme négociés de gré à gré apparaît excessivement contraignante. Tout d'abord, eu égard à l'ensemble des règles prudentielles que doit respecter par ailleurs un Opcvm pour recourir aux produits dérivés OTC, il semble inutile et incapacitant de restreindre cette faculté à seulement 30 % de l'actif. En outre, contrairement aux produits dérivés standardisés négociés sur des marchés réglementés, les produits dérivés OTC permettent une meilleure adéquation aux besoins de leurs utilisateurs en leur offrant l'accès à des instruments «sur mesure» sur des sous-jacents, des maturités, des sensibilités, etc., qu'ils ne trouveront pas sur des marchés réglementés.

Ainsi, il est probable que les Opcvm ne trouveront pas sur les marchés dérivés réglementés les options leur permettant de couvrir ou de dynamiser les 70 % restants de l'actif en maintenant une congruence parfaite.

Ensuite, pour certaines opérations notamment celles destinées à restituer une garantie intrinsèque, la seule solution techniquement envisageable est un swap portant sur l'intégralité de l'actif de l'Opcvm.

Dans ces conditions, la limitation des produits dérivés OTC à seulement 30 % de l'actif ne devrait pas favoriser le développement d'Opcvm coordonnés garantis alors que ce serait pourtant dans l'intérêt des investisseurs. Enfin, il faut souligner que si, d'aventure, cette limitation devait inspirer les législateurs et régulateurs nationaux, elle placerait dans l'«illégalité» la plupart des Opcvm garantis (comme en France les fonds PEA garantis).

## Ratios de division des risques de contrepartie

En marge de ces contraintes liées à la mesure des engagements hors bilan, le projet d'article 22 nouveau autorise un Opcvm à n'investir qu'au maximum 5 % de ses actifs dans des produits dérivés OTC «émis par ou constitués auprès d'une même entité, ou pour lesquels une même entité joue le rôle de contrepartie».

Cette exigence a pour finalité affichée d'éviter une concentration des risques à l'égard d'une même contrepartie (elle s'applique également aux valeurs mobilières, aux instruments du marché monétaire et aux dépôts bancaires).

Le projet d'article 22 se poursuit en précisant que :

- «les Etats membres peuvent autoriser les Opcvm à placer cumulativement jusqu'à 15 % de leurs actifs dans des instruments différents émis par ou constitués auprès d'une même entité, ou pour lesquels une même entité joue le rôle de contrepartie», étant précisé que «les entreprises d'un même groupe sont considérées comme une entité unique aux fins du calcul» de cette limite ;
- «les Etats membres peuvent relever la limite [susvisée] jusqu'à 10 % et jusqu'à 15 % pour les placements de groupe... Toutefois, lorsqu'un Opcvm dépasse la limite de 5 %..., la valeur totale de ses placements en instruments émis par ou constitués auprès d'une même entité ou d'un même groupe, ou pour lesquels une même entité ou un même groupe joue le rôle de contrepartie, ne peut dépasser 40 % de la valeur de ses actifs» ;
- «les limites prévues aux paragraphes 1, 2, 3 et 4 ne peuvent être combinées ; par conséquent, les placements en instruments visés à l'article 19 § 1, émis ou constitués auprès d'une même entité ou d'un même groupe, ou pour lesquels une même entité ou un même groupe joue le rôle de contrepartie, effectués conformément aux paragraphes 1, 2, 3 et 4, ne peuvent en aucun cas dépasser au total 35 % des actifs d'un Opcvm».

Ces dispositions sont difficilement compréhensibles et l'articulation des ratios est obscure...

Comme les Opcvm de droit français, un Opcvm coordonné devrait pouvoir conclure une opération sur produits dérivés de gré à gré sur 100 % de son actif avec une seule contrepartie.

Renoncer à cette liberté remettra en cause la conclusion de certaines opérations qui ne peuvent pas être conclues avec plusieurs contreparties ou ventilées sur plusieurs contreparties (sans parler de l'éventuel surcoût financier que subira l'Opcvm en raison de la multiplication des contreparties dont l'intervention sera requise). En outre, pour certaines opérations nécessitant une expertise financière rare, le nombre de banques disponibles sur le marché est restreint et ne permettra pas nécessairement à un Opcvm de satisfaire à ces ratios de répartition du risque de contrepartie.

En tout état de cause, l'assimilation, pour le calcul du ratio de division des risques de contrepartie, des produits dérivés à des actifs dans lesquels l'Opcvm investit, est inadéquate s'agissant d'instruments hors bilan.

## Inclusion des sous-jacents des produits dérivés dans les ratios d'investissement

Le quatrième alinéa du projet d'article 24 ter 4 dispose que «lorsque le sous-jacent d'un instrument financier dérivé comporte des instruments pour lesquels la directive fixe des

limites quantitatives, ce sous-jacent doit être pris en considération pour le calcul de ces limites» et indique que «lorsqu'une valeur mobilière intègre un instrument financier dérivé, ce dernier doit être pris en considération» pour ce calcul.

Tout d'abord, cette exigence apparaît excessive dans la mesure où les opérations sur produits dérivés font par ailleurs l'objet d'un calcul très complexe du risque de contrepartie.

En outre, la comptabilisation des sous-jacents dans les ratios d'investissement de l'Opcvm est inadaptée aux instruments financiers à terme et, en particulier, à ceux dont le dénouement s'effectue par paiement d'un différentiel en espèces («cash settlement»).

Ensuite, si cette disposition est adoptée, l'Opcvm devra a priori inclure dans ses ratios d'investissement des actifs déjà détenus en portefeuille... Dans ces conditions, les ratios seront rapidement «saturés» à l'occasion de simples opérations de couverture ou même de garantie (par exemple, un swap de performance sur un panier d'actions) pourtant sans danger, l'Opcvm ne s'exposant qu'au «risque» de subir une perte d'opportunité ou manque à gagner.

Enfin, cette disposition (applicable indifféremment aux produits dérivés négociés sur marchés réglementés et OTC) engendrera d'évidentes difficultés de comptabilisation pour des instruments optionnels susceptibles d'être librement cédés par l'Opcvm pendant leur durée de vie, comme les options ou les warrants. Pourquoi imposer la comptabilisation «préventive» dans les ratios d'investissements de sous-jacents dont l'Opcvm n'a ni la disponibilité ni la propriété ?

## Conformité de l'utilisation des produits dérivés aux objectifs d'investissement

Le cinquième alinéa du projet d'article 24 ter dispose qu'en aucun cas, le fait d'utiliser des produits dérivés ne doit amener un Opcvm à «s'écarter de ses objectifs d'investissement tels qu'exposés dans son prospectus».

Une disposition similaire existe dans la réglementation française, le nouveau chapitre VI de l'instruction Cob du 15 décembre 1998 prévoyant que «les opérations à terme doivent s'inscrire dans le cadre de la classification de l'Opcvm et dans le respect de l'orientation des placements décrite par la notice d'information».

Le cinquième alinéa du projet d'article 24 ter conclut qu'un Opcvm ne doit pas effectuer des opérations sur produits dérivés correspondant à des ventes à découvert de valeurs mobilières, ce que l'article 42 de la directive interdit expressément aux Opcvm coordonnés.

## Calcul du risque de contrepartie selon une méthode appliquée aux banques

Le sixième alinéa du projet d'article 24 ter dispose qu'«aux fins du calcul des limites prévues à l'article 22 pour le risque de contrepartie, la société de gestion ou d'investissement doit calculer l'exposition de l'Opcvm au risque de contrepartie associé aux instruments financiers dérivés négociés de gré à gré selon la méthode décrite au paragraphe 5 de l'annexe II de la directive 93/6/CEE, tel que modifiée par la directive 98/33/CEE, sans appliquer les pondérations prévues pour le risque de contrepartie (57)».

Le paragraphe 5 de l'annexe II de la directive 93/6/CEE sur l'adéquation des fonds propres des entre-

prises d'investissement et des établissements de crédit, modifié par la directive 98/33/CEE, prévoit que «pour le calcul des exigences de capital relatives à leurs instruments dérivés hors bourse, les établissements appliquent l'annexe II de la directive 89/647/CEE (58)».

L'annexe II de la directive 89/647/CEE est consacrée au «traitement des éléments hors bilan relatifs aux taux d'intérêt et aux taux de change».

Cette annexe offre aux établissements de crédit la faculté, avec l'accord de leurs autorités compétentes (quid pour les Opcvm ?), de choisir entre deux méthodes pour mesurer les risques associés aux éléments de hors bilan relatifs aux taux d'intérêt et aux taux de change.

Ces deux méthodes sont l'«approche par l'évaluation au prix de marché» et l'«approche par le risque initial».

La méthode d'évaluation au prix de marché peut être résumée ainsi :

- en déterminant un prix de marché des contrats, on obtient le coût de remplacement actuel de tous les contrats à valeur positive ;
- afin de refléter le risque de crédit potentiel futur, les montants du principal notionnel ou les valeurs sous-jacentes sont multipliés par des pourcentages variant de 0 à 5 % selon les échéances (un au moins et plus d'un an) et les contrats (taux d'intérêt et taux de change) ;
- la somme du coût de remplacement actuel et du risque de crédit potentiel futur est multipliée par les pondérations attribuées aux contreparties concernées par l'article 6 de la directive 89/647/CEE.

La méthode fondée sur le risque initial est la suivante :

- le montant du principal notionnel de chaque instrument est multiplié par des pourcentages variant entre 0,5 et 5 % selon les échéances (un au moins ; plus d'un an et pas plus de deux ans ; chaque année supplémentaire) et les contrats (taux d'intérêt et taux de change) ;
- le risque initial ainsi obtenu est multiplié par les pondérations attribuées aux contreparties concernées par l'article 6 de la directive 89/647/CEE.

Ensuite, l'annexe II aborde les conditions requises pour que les mécanismes contractuels, permettant la résiliation anticipée/compensation («*close-out netting*») des opérations sur produits dérivés, aient un effet de réduction du risque de contrepartie, diminuant ainsi la part de fonds propres alloués.

Indépendamment de la «cascade» de renvois d'une directive à une autre (et d'une annexe à une autre) qui nuit à la bonne compréhension du texte, ces méthodes sont complexes à mettre en œuvre. Pour s'y conformer, les sociétés de gestion devront créer ou développer, comme l'ont fait les banques, des départements spécialisés dans les risques de marché.

On peut d'ailleurs avoir des doutes quant à l'applicabilité à la gestion d'actifs de ces méthodes conçues pour les fonds propres des banques. En effet, un Opcvm dispose d'un actif investi et réputé liquide ; contrairement aux banques, il ne dispose pas de fonds propres immobilisés en représentation de ses opérations financières.

En outre, l'annexe II ne vise que les seuls contrats relatifs aux taux d'intérêt et aux taux de change. Elle est donc trop restrictive pour appréhender l'ensemble des produits dérivés OTC disponibles aujourd'hui sur le marché, alors même que le projet de directive ne contient pas une

telle limitation. A cet égard, il n'est pas inutile de relever que, s'agissant de la France, l'annexe III (59) du règlement CRBF (60) n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité couvre les «éléments hors bilan relatifs aux taux d'intérêt, aux taux de change, aux titres de propriétés, aux produits de base et aux autres éléments de même nature». Son champ d'application est donc plus large que celui de la directive.

Force est de constater que la mise en œuvre de l'ensemble de ces dispositions contraindra le gérant d'un Opcvm à effectuer de nombreuses vérifications préalablement à la conclusion d'opérations sur produits dérivés, vérifications dont certaines (éventuels liens capitalistiques entre contreparties pressenties, cumul entre les actifs détenus physiquement en portefeuille et les sous-jacents, calcul du risque de contrepartie) seront à l'évidence incompatibles avec la prise de décision rapide que nécessite pourtant la conclusion de telles opérations.

#### Information des porteurs

Le projet d'article 24 bis nouveau prévoit que, lorsque l'Opcvm entend «placer ses actifs dans des instruments autres que des valeurs mobilières», «le règlement du fonds ou les documents constitutifs de l'Opcvm, ainsi que ses prospectus et ses éventuelles publications promotionnelles, doivent..., en cas de placement visé à l'article 24 ter [produits dérivés], comporter une mention bien visible attirant l'attention sur le fait que l'Opcvm place tout ou partie de ses actifs dans des instruments dérivés standardisés et/ou négociés de gré à gré, ainsi qu'un avertissement signalant que de tels placements peuvent comporter davantage de risques et ne sont donc indiqués que pour les investisseurs expérimentés et pour ceux auxquels leur situation financière permet de supporter les risques liés à l'acquisition de parts d'un tel Opcvm» !

Tout d'abord, cette exigence trompe l'investisseur sur la finalité des produits dérivés et traduit une confusion évidente : ce n'est pas l'investisseur qui sera contrepartie des opérations sur produits dérivés mais bien l'Opcvm, qui est lui-même un investisseur qualifié. Dans ces conditions, pourquoi prétendre réserver l'acquisition de parts ou actions d'Opcvm aux investisseurs expérimentés et à ceux dont la situation financière permet de supporter les risques liés à leur investissement ?

Ensuite, cette disposition fort peu commerciale pourrait s'avérer réhibitoire et dissuader un investisseur alors même que les très nombreuses contraintes susvisées encadrant l'utilisation des produits dérivés par un Opcvm coordonné ne devraient pas permettre à ce dernier de se transformer en «*hedge fund*», ce que suggère pourtant de tels avertissements...

\* \* \*

Pour conclure sur le projet de modification de la directive 85/611/CEE, il sera essentiel de veiller à ce que l'ensemble des conditions liées au recours par les Opcvm aux instruments financiers à terme et instaurées au niveau communautaire, à supposer qu'elles soient adoptées en l'état, ne rejailissent pas en France, eu égard à l'importance que revêt l'utilisation des produits dérivés OTC pour l'industrie française de la gestion d'actifs. ■

- (1) L'industrie française de la gestion collective se classe au 3<sup>e</sup> rang mondial avec 716,6 milliards d'euros d'actifs gérés (au 31 mars 2000, source : [www.afg-asffi.com](http://www.afg-asffi.com)) derrière le Luxembourg avec 753,8 milliards d'euros (au 31 janvier 2000, source : [www.alfi.lu](http://www.alfi.lu)) et les Etats-Unis avec 7 294 milliards de USD (au 31 mars 2000, source : [www.ici.org](http://www.ici.org)).
- (2) *JO* 4 juillet 1996 p. 10063.
- (3) MATIF : Marché à terme international de France, marché des futures ouvert à Paris en février 1986.
- (4) MONEP : Marché des options négociables de Paris, marché des options négociables ouvert à Paris en septembre 1987.
- (5) LIFFE : London International Financial Futures Exchange, marché des futures ouvert à Londres en septembre 1986.
- (6) EUREX : le «European Exchange» a succédé à la DTB (Deutsche Terminbörse) et au SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange).
- (7) CME : Chicago Mercantile Exchange, l'un des principaux marchés des futures apparus dans les années 70 aux Etats-Unis.
- (8) Pour plus de détails s'agissant des marchés réglementés à terme ferme ou conditionnels, se reporter à l'ouvrage publié par l'AFG-ASFFI et PARISBOURSE<sup>SBF</sup> SA intitulé «Guide pratique du Matif et du Monep à l'usage des Opcvm», 3<sup>e</sup> édition mars 2000.
- (9) *JO* 31 décembre 1988 p. 16736.
- (10) *JO* 7 septembre 1989 p. 11305.
- (11) ISDA : International Swaps and Derivatives Association (anciennement International Swaps Dealers Association).
- (12) Interest Rate and Currency Exchange Agreement 1987 remplacé par le Master Agreement 1992 (Multicurrency-Cross Border).
- (13) Conditions générales AFB pour les opérations d'échange de devises ou de conditions d'intérêts, octobre 1988.
- (14) *Bulletin Cob* n° 270 juin 1993, p. 38.
- (15) *JO* 7 septembre 1989 p. 11306.
- (16) *Bulletins Cob* n° 202 avril 1987, p. 7 et n° 217 septembre 1988, p. 10.
- (17) *JO* 28 novembre 1992 p. 16283.
- (18) *JO* 7 septembre 1994 p. 12928.
- (19) Liste figurant à l'arrêté ministériel du 6 septembre 1989 (*JO* 7 septembre 1989 p. 11306) modifié par arrêté ministériel du 24 novembre 1999 (*JO* 1<sup>er</sup> décembre 1999 p. 17859).
- (20) L'OCDE comprend les 29 pays suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée du Sud, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République Tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Turquie.
- (21) *Bulletin Cob* n° 260 juillet-août 1992, p. 11.
- (22) *JO* 12 décembre 1998 p. 18710.
- (23) Conformément au troisième alinéa de l'article 2 du décret n° 89-624, les FCIMT, qui sont régis par le chapitre V de la loi du 23 décembre 1988 (art. 23), peuvent engager plus d'une fois leur actif sur les marchés à terme (réglementés ou non) français et étrangers.
- (24) Cf. infra développements consacrés au chapitre VI de l'*Instruction Cob* du 15 décembre 1998.
- (25) *Bulletin Cob* n° 334 d'avril 1999, p. 31.
- (26) Cf. infra développements consacrés au chapitre VI de l'*Instruction Cob* du 15 décembre 1998.
- (27) Cf. infra développements consacrés aux projets de modification de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985.
- (28) Cf. chapitre VI nouveau de l'*Instruction Cob* du 15 décembre 1998 (*Bulletin Cob* n° 343 février 2000, p. 21).
- (29) Cf. *Instruction Cob* de février 1998 relative aux FCPE (*Bulletin Cob* n° 321 février 1998, p. 15).
- (30) Cf. *Rapport annuel Cob* 1999, p. 133.
- (31) *Bulletin Cob* n° 331 janvier 1999, p. 19.
- (32) *Bulletin Cob* n° 343 de février 2000, p. 21.
- (33) *Bulletin Cob* n° 334 d'avril 1999, p. 31.
- (34) Dans son Rapport annuel 1999 (p. 129), la Cob rappelle qu'«au cours de l'année 1999, trois incidents ont affectés la valorisation d'Opcvm à vocation générale en raison de l'utilisation non maîtrisée d'instruments dérivés», ces incidents ayant pour caractéristique commune le fait que les sociétés de gestion impliquées ne contrôlaient pas les éléments de valorisation fournis par leurs contreparties.
- (35) Cf. infra développements consacrés au projet de modification du décret n° 89-624.
- (36) Donc au-delà des seuls établissements ayant la qualité de dépositaires d'Opcvm et des établissements de crédit ayant leur siège social dans un Etat membre de l'OCDE.
- (37) *JOCE* n° L 204 du 21 juillet 1998, p. 29.
- (38) *JOCE* n° L 386 du 30 décembre 1989, p. 14.
- (39) Cf. huitième considérant de la directive 98/33/CEE du 22 juin 1998.
- (40) Directive 93/22/CEE du 10 mai 1993, *JOCE* n° L 141 du 11 juin 1993, p. 27.
- (41) L'émergence de contreparties centrales et le développement des chambres de compensation sur les opérations de gré ont fait l'objet d'une conférence organisée à Londres, les 3 et 4 juin 2000, par IBC UK qui avait pour thème : «Exploiting the evolving landscape of securities netting».
- (42) Décret pris en application de l'article 6 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, *JO* 2 octobre 1998, p. 14938.
- (43) Cf. *Instruction Cob* du 3 novembre 1998 prise en application du Règlement Cob n° 98-05.
- (44) Ces éléments sont définis dans les ISDA Credit Derivatives Definitions 1999, l'additif technique «Dérivés sur événement de crédit» à la convention-cadre AFB et les confirmations des transactions.
- (45) Outre les dispositions de l'article 10 du règlement Cob n° 96-02, de l'article 10 du règlement Cob n° 96-03 et de l'article 1.13 de l'*Instruction Cob* du 17 décembre 1996.
- (46) Un rappel s'agissant des CLN : les CLN sont habituellement documentées comme des émissions d'Euro Medium Term Notes («EMTN»). Le plus souvent, elles s'insèrent d'ailleurs dans le cadre d'un programme général d'émission d'EMTN, mais elles donnent toujours lieu à l'établissement d'un prospectus («pricing supplement»). Les CLN sont généralement régies par le droit anglais, mais elles peuvent aussi être émises sous droit français. Relevons en dernier lieu, que les CLN sont parfois documentées comme des Bons à moyen terme négociables (BMTN) avec établissement d'un contrat de souscription et de conditions particulières.
- (47) A noter qu'il existe également d'autres méthodes que la titrisation classique comme le «*repackaging*», les «*Collateralized Loan Obligations*», les «*Asset Backed Securities*» qui permettront d'aboutir à un résultat similaire.
- (48) On aurait pu imaginer une autre solution : à savoir comptabiliser dans les ratios d'actif un risque obligataire sur l'émetteur de la «note» et comptabiliser dans la mesure de l'engagement visée au chapitre VI de l'*Instruction Cob* du 15 décembre 1998 un «*credit default swap*» correspondant au risque sur le sous-jacent.
- (49) Les Opcvm nourriciers sont régis par le chapitre V quater article 23-3 de la loi du 23 décembre 1988
- (50) Cf. supra note n° 14.
- (51) Les projets de directives «produits» et «sociétés de gestion», modifiant la directive 85/611/CEE, sont disponibles sur le site «[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/fr/finances](http://europa.eu.int/comm/internal_market/fr/finances)». Cet article a été rédigé sur la base des propositions arrêtées au 30 mai 2000.
- (52) Il s'agit essentiellement des établissements de crédit agréés dans les Etats membres et leurs succursales dans des pays tiers.
- (53) Directive 93/6/CEE du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit («CAD»), *JOCE* n° L 141 du 11 juin 1993, p. 1.
- (54) Cf. article 5 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989.
- (55) Contrat-cadre de prêts de titres AFTI (Association française des professionnels des titres), février 1997 ; contrat-cadre OSLA (Overseas Securities Lender's Agreement), décembre 1995.
- (56) Hors cas du nantissement sous forme de gage-espèces, gage de compte d'instruments financiers ou «pledge» de droit anglais.
- (57) On peut s'interroger sur les motivations et le bien-fondé de la décision d'exclure les Opcvm du bénéfice des pondérations prévues pour le risque de contrepartie.
- (58) Directive 89/647/CEE du 18 décembre 1989 relative au ratio de solvabilité des établissements de crédit, *JOCE* n° L 386 du 30 décembre 1989, p. 14.
- (59) Modifiée par les règlements CRBF n° 96-09 du 24 mai 1996 et n° 99-02 du 21 juin 1999.
- (60) Comité de la réglementation bancaire et financière.

**Liste des principales opérations sur produits dérivés OTC ouvertes aux Opcvm**

## OPÉRATIONS DE GRÉ À GRÉ (droit français)

	Swaps Taux et Devises	Caps/floors, Swaptions, Options de taux, FRAs		Change Comptant ou Terme	Options de change		Options ou swaps sur indice et sur actions		Options, swaps, forwards sur matières premières et métaux précieux <sup>(1)</sup>		Options sur obligations	
		Acheteur	Vendeur		Acheteur	Vendeur	Acheteur	Vendeur	Acheteur	Vendeur	Acheteur	Vendeur
Contreparties de la banque en position de :												
OPCVM <sup>(2), (3)</sup>												
Sicav <sup>(S)</sup>	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui
FCP <sup>(R)</sup>	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui

(S) Statuts.

(R) Règlement.

(1) Exclusion de livraison physique (sauf FCI/MT qui peuvent acquérir et céder des marchandises).

(2) Le décret n° 89-624 modifié du 6 septembre 1989 autorise les Opcvm à «conclure des contrats en vue de protéger leurs actifs ou de réaliser leur objectif de gestion», dans la limite d'une fois leur actif, à la condition que ces contrats soient révocables à tout moment à l'initiative de l'Opcvm et soient conclus avec un établissement ayant la qualité de dépositaire ou un établissement de crédit dont le siège est établi dans un Etat membre de l'OCDE. De surcroît, le recours à de telles opérations doit être prévu dans la notice d'information de l'Opcvm.

(3) Opcvm et opérations de change à terme ferme ou conditionnel : s'il s'agit d'Opcvm coordonnés au sens de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 ou affichés comme répondant aux critères de coordonnabilité, ils ne sont autorisés à intervenir sur les marchés de change à terme qu'en vue de la seule couverture des actifs physiques libellés dans une devise différente de celle de la comptabilité de l'Opcvm.