

# Chronique de *Gestion* *Collective*



**FABRICE BUSSIÈRE**  
Direction  
des affaires juridiques  
**Société Générale**  
Asset Management

## **Décret du 16 mai 2006 – Définition des investisseurs qualifiés – Conséquences pour les gestionnaires de portefeuille.**

Quand bien même les OPCVM se trouvent exclus du régime de l'appel public à l'épargne<sup>1</sup>, le récent décret du 16 mai 2006 définissant l'investisseur qualifié au sens de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier<sup>2</sup> est important pour les gestionnaires d'actifs, et ce, à un double niveau.

D'une part, le minimum d'investissement dans les OPCVM réservés à certains investisseurs<sup>3</sup> n'a pas vocation à s'appliquer aux investisseurs qualifiés. En effet, ces derniers sont réputés disposer d'une compétence suffisante pour apprécier les risques encourus à l'occasion de la souscription de ces produits, sans être contraints de respecter un seuil d'investissement minimum. Sont concernés principalement les OPCVM contractuels et les OPCVM à règles d'investissement allégées pour lesquels les seuils sont respectivement de 250 000 et 125 000 euros<sup>4</sup>.

D'autre part, une société de gestion intervenant pour le compte d'un mandant en vertu d'un contrat de gestion de portefeuille est désormais assimilée à un investisseur qualifié (article D. 411-1-III du Code monétaire et financier). Le décret aligne en conséquence, sur ce point précis, le régime de la gestion individuelle sur celui de la gestion collective. Jusqu'à la publication du présent décret, seule une société de gestion agissant pour le compte d'un OPCVM revêtait cette qualité. Il faut se réjouir de ce rapprochement opéré par le décret du 16 mai 2006. Quel que soit son client (mandant ou porteur de parts), l'activité du gestionnaire demeure la même. Il était dès lors surprenant de considérer que, dans un cas, celui-ci était assimilé à un investisseur qualifié, alors que, dans un autre, il n'était plus aussi compétent. Les différences existantes entre le mandat et l'OPCVM<sup>5</sup> ne pouvaient justifier un tel traitement différencié. Dans les deux situations, le client – personne physique ou morale – confie son portefeuille à un

tiers en vue d'une bonne gestion. Il n'acquiert pas pour autant le statut d'investisseur qualifié. Seul le professionnel intermédiaire conserve ce statut. Cela signifie qu'un gestionnaire pourra dorénavant souscrire un OPCVM contractuel ou à règles d'investissement allégées pour le compte de son mandant, quand bien même ce dernier ne serait pas un investisseur qualifié. Un tel investissement devra toutefois être expressément prévu dans le contrat de mandat et accepté préalablement par le mandant (article 322-68 du règlement général AMF).

## **Modification du règlement général AMF – Délai de calcul des valeurs liquidatives des OPCVM à règles d'investissement allégées – Information des porteurs.**

À la fin de l'année 2005, les services de l'AMF ont été amenés à suspendre des dossiers de passage au prospectus complet de certains OPCVM à règles d'investissement allégées, notamment les OPCVM de fonds alternatifs. Cette suspension reposait sur l'absence d'uniformité des délais de calcul de valeurs liquidatives et le manque d'information claire et exhaustive des porteurs sur lesdits délais. Pour remédier à ce blocage, l'AMF a constitué début 2006 un groupe de travail réunissant les professionnels de la gestion afin d'envisager des pistes d'amélioration. Cette réflexion a abouti à la modification du règlement général de l'AMF, par un arrêté du 10 mai 2006<sup>6</sup>, qui introduit de nouvelles règles de calcul des valeurs liquidatives des OPCVM à règles d'investissement allégées.

Jusqu'à présent, ces OPCVM devaient calculer leur valeur liquidative dans les conditions prévues aux articles 413-8<sup>7</sup> et 413-19<sup>8</sup> du règlement général AMF, dans leur rédaction antérieure à l'arrêté du 10 mai 2006. Selon ces dispositions, tout OPCVM à règles d'investissement allégées pouvait prévoir, entre la date de passation de l'ordre de souscription/rachat et la date d'établissement de la valeur liquidative un délai qui ne pouvait excéder dix jours

1. V. La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (dite "Loi Breton") dont l'article 25 exclut expressément les OPCVM du régime de l'appel public à l'épargne.

2. Décret n°2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre I<sup>er</sup> du titre I<sup>er</sup> du livre IV de la partie réglementaire du Code monétaire et financier, publié au JO du 18 mai 2006.

3. V. articles 413-1 et suivants du règlement général AMF.

4. Banque & Droit n°99, janvier-février 2005, p. 48.

5. V. CA Paris 26 mars 1999, Bull. Joly Bourse 1999, § 92, p. 461, H. de

Vauplane ; Banque & Droit n° 77, mai-juin 2001, p. 40, F. Bussière.

6. Arrêté du 10 mai 2006 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié au JO du 17 mai 2006. – V. également le communiqué de l'AMF du 7 juillet 2006 disponible sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

7. Disposition applicable aux OPCVM à règles d'investissement allégées avec ou sans effet de levier.

8. Disposition applicable aux OPCVM à règles d'investissement allégées de fonds alternatifs.

pour les OPCVM à valorisation quotidienne et trente cinq jours pour les autres. Or, ces dispositions techniques n'étaient pas adaptées à l'activité de multigestion alternative. En effet, par essence, un OPCVM de fonds alternatifs investit très fréquemment dans des OPCVM peu liquides. C'est la particularité des hedge funds, dont les stratégies complexes sont difficilement conciliables avec une liquidité élevée<sup>9</sup>. C'est la raison pour laquelle, en pratique, un délai supplémentaire (de l'ordre de vingt jours) à celui des trente cinq jours était nécessaire pour le calcul de la valeur liquidative du fonds de fonds. Ce délai permettait au fonds de recevoir les paiements correspondant au rachat des parts des fonds sous-jacents. De surcroît, ce délai permettait d'affiner la valeur liquidative du fonds de fonds, du fait même que le hedge fund sous-jacent produit très souvent une valeur liquidative avec retard. Toutefois, outre le fait que ce délai supplémentaire n'était pas autorisé par l'AMF<sup>10</sup>, le porteur du fonds de fonds pouvait être soumis à un préavis proche de soixante jours, et ce, sans en avoir été informé lors de la souscription.

Compte tenu de ces contraintes, inhérentes à l'activité multigestion alternative, les articles 413-8 et 413-19 ont été modifiés pour introduire deux principes nouveaux. D'une part, il est substitué au préavis impératif de trente cinq jours un délai de soixante jours maximum entre la date de centralisation des ordres de souscription/rachat<sup>11</sup> et la date de règlement ou de livraison des parts ou actions d'OPCVM. Ce délai permettra à l'avenir aux OPCVM à règles d'investissement allégées de gérer dans de meilleures conditions leur liquidité. D'autre part, le prospectus devra informer de manière claire l'investisseur sur l'existence de ce délai. Cette information claire devra être également reprise dans les plaquettes commerciales éventuellement remises aux prospects.

Des modalités pratiques de transition et d'information sont prévues par l'AMF<sup>12</sup>. Les nouveaux OPCVM doivent respecter les nouvelles dispositions prévues par le règlement général. S'agissant des OPCVM existants, ayant déjà recours au préavis impératif de trente cinq jours, mais qui ne souhaitent pas se prévaloir des nouvelles dispositions, ils doivent néanmoins mettre à jour leur prospectus pour fournir aux investisseurs une information plus explicite. Ce changement de prospectus ne nécessite ni un agrément préalable de l'AMF ni une information particulière des porteurs.

## Instruction AMF n° 2006-2 relative aux sociétés de gestion de portefeuille.

Si les dernières instructions AMF traitaient principalement du fonctionnement des OPCVM, il convenait également de revoir en détail le statut de la société de gestion. C'est l'objectif que poursuit la nouvelle instruction AMF 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<sup>13</sup>. Cette refonte était nécessaire pour deux raisons. Tout d'abord, le statut même de société de gestion a été profondément remanié depuis la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, suite à la réforme de la directive 85/611/CEE OPCVM<sup>14</sup>. Parmi ces dispositions nouvelles figurent notamment la disparition des sociétés de gestion à objet exclusif ou la dissociation sociétés de gestion de type I ou II. Il convenait également d'intégrer les positions prises par l'AMF notamment sur la notion de dirigeant des sociétés de gestion ou sur les programmes d'activité. L'ancienne instruction COB du 17 décembre 1996, que remplace l'instruction AMF n° 2006-02, n'intégrait pas ces modifications majeures. Par ailleurs, la nouvelle instruction AMF entend simplifier et rationaliser les procédures déclaratives de la société de gestion vis-à-vis de l'AMF.

La nouvelle instruction AMF s'articule autour de six parties. La première concerne l'agrément initial et l'approbation du programme d'activité de la société de gestion. La seconde traite des modifications des éléments caractéristiques qui figuraient dans cette demande d'agrément initial et la mise à jour du programme d'activité. Une séparation claire est donc établie entre le dossier initial d'agrément et sa mise à jour postérieure, ce qui, en pratique, devrait faciliter les actualisations du programme d'activité et du dossier d'agrément et permettre également à l'AMF d'examiner plus rapidement les dossiers lui étant soumis en ce sens. L'AMF intègre également dans sa nouvelle instruction ses prises de positions passées, notamment celles touchant la définition des fonds propres réglementaires d'une société de gestion<sup>15</sup> (articles 9 et suivants de l'instruction) ou bien la règle des quatre yeux<sup>16</sup> (article 14 de l'instruction). Le titre III de l'instruction AMF traite des obligations périodiques d'information vis-à-vis de l'AMF et le titre IV des mandats de gestion. Cette dernière partie précise la doctrine AMF concernant la gestion dite discrétionnaire (article 42) et rappelle que la souscription pour le compte du mandant dans d'autres produits gérés par la société de gestion doit être expressément autorisée par le client (article 44). Le titre V est consacré aux déclarations de libre prestation de service (LPS). Le titre VI traite enfin du programme d'activité des prestataires de services d'investissement, autres que les sociétés de gestion, pour l'exercice de l'activité de gestion pour le compte de tiers.

9. V. J.-C. Bertrand et J.-F. Boulter, "Les risques des hedge funds", Banque & Marchés n°63, mars-avril 2003, p. 59.

10. Article 3 du règlement type de l'instruction AMF n° 2005-02 du 25 janvier 2005 relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF qui prévoit que les rachats "sont réglés par le dépositaire dans un délai maximum de cinq jours suivant celui de l'évaluation de la part" du FCP.

11. Dite également date de "cut-off".

12. V. communiqué AMF du 7 juillet 2006, préc.

13. Publiée à la Revue mensuelle de l'AMF n°23 mars 2006, p. 109, dis-

ponible également sur le site Internet de l'AMF.

14. F. Bussière et S. Puel, "La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité", Bull. Joly Bourse septembre-octobre 2003, § 74, p. 555 ; L. Dumoulin, "Les OPCVM dans la loi de sécurité financière", Droit et Patrimoine décembre 2003, n°121, p. 81.

15. V. Revue mensuelle AMF n°9 décembre 2004, p. 1.

16. V. Revue mensuelle AMF n°9 décembre 2004, p. 57 ; Banque & Droit n°99 janvier-février 2005, p. 52.

## Prospectus complet sous format libre – Maintien par l'AMF.

L'AMF poursuit sa réflexion sur la qualité de l'information à fournir aux investisseurs. Par un communiqué en date du 13 juin 2006<sup>17</sup>, l'autorité de surveillance maintient la possibilité offerte à certains OPCVM d'établir un prospectus simplifié sous format libre. On se souvient que l'instruction AMF n°2005-02 relative au prospectus complet des OPCVM avait été modifiée en juin 2005 pour introduire ce nouveau format d'information<sup>18</sup>. Volontairement limitée aux OPCVM ouverts à tous souscripteurs, aux stratégies d'investissement simples, l'expérience du prospectus simplifié sous format libre devait être confirmée ou non avant le 30 juin 2006. Le collège de l'AMF du 13 juin 2006 s'est donc prononcé en faveur du maintien.

17. Disponible sur le site Internet de l'AMF.

18. Banque & Droit n°102 juillet-août 2005, p. 51, F. Bussière.

19. Disponible sur le site Internet de l'AMF ; Banque & Droit n°105 janvier-février 2006, p. 43, F. Bussière.

Ce maintien n'est guère surprenant. La publication du rapport Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation de produits financiers a fortement milité en faveur de cette position adoptée par l'AMF<sup>19</sup>. Publié en novembre 2005, ce rapport recommande notamment à ce que l'investisseur dispose d'une information claire et utile pour souscrire un OPCVM en toute connaissance de cause. Pour cela, il préconise que l'information fournie à l'épargnant s'articule autour de six éléments clés<sup>20</sup>. Or, ces éléments figurent déjà dans le prospectus simplifié sous format libre. Le rapport Delmas-Marsalet mentionne d'ailleurs expressément le prospectus simplifié sous format libre comme un exemple de simplification de l'information. ■

20. Ces éléments sont : Nature du produit, existence ou non d'une garantie du capital investi, durée minimale de placement recommandée, les chances de gain et risques de perte, le profil type de l'investisseur et les frais.