

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



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

Société de gestion de portefeuille – Adhésion à un mécanisme de garantie des investisseurs

L'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers¹, qui transpose en droit français la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004, instaure en faveur des porteurs et actionnaires d'OPCVM un mécanisme de garantie des investisseurs. La solution est inédite et mérite que l'on retrace brièvement son histoire. On se souvient que la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, transposant la directive services d'investissement (DSI) du 10 mai 1993, avait exclu expressément les sociétés de gestion de portefeuille de toute obligation d'adhésion à un mécanisme de garantie des titres, aujourd'hui géré par le fonds de garantie des dépôts.

L'exclusion ainsi opérée était fort logique. Une société de gestion, statutairement, ne peut pas ouvrir de compte de titres dans ses livres. La conservation des instruments financiers des OPCVM est assurée par un dépositaire, agréé à cet effet (articles L. 214-16 et 214-26 du Code monétaire et financier). Cette dissociation essentielle des fonctions de la société de gestion et du dépositaire, propre à la gestion collective, permet de garantir les droits des investisseurs². Certes, la directive 2001/107/CE, modifiant la directive OPCVM du 20 décembre 1985, avait instauré pour les seules sociétés de gestion exerçant l'activité de gestion de portefeuille individuelle une obligation d'adhésion à un mécanisme de garantie. La mesure n'avait pas été transposée en France, faute de fondement solide. Certes, on objectera que les sociétés de gestion peuvent fournir le service d'administration de parts ou actions d'OPC. Cette activité reste toutefois très marginale. La grande majorité des sociétés de gestion ne fournissent pas ce service. Cependant, à l'occasion de demandes de libre prestation de service par des gestionnaires français, les autorités de surveillance de certains États membre avaient

refusé l'exercice du passeport faute de mécanisme de garantie applicable au prestataire.

La transposition de la directive MIF³ en droit français a offert au gouvernement l'occasion d'instaurer une telle obligation à la charge des gestionnaires d'actifs. Le nouvel article L. 322-5 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction issue de l'ordonnance du 12 avril 2007, dispose que « les sociétés de gestion de portefeuille [...] qui fournissent des services mentionnés à l'article L. 321-1 (service de gestion de portefeuille individuelle) ou inscrivent en compte sous forme nominative les parts ou actions d'OPC qu'elles gèrent adhèrent à un mécanisme distinct de celui mentionné à l'article L. 322-1. Ce mécanisme a pour objet d'indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité des instruments financiers ou dépôts d'espèces détenus en violation de l'article L. 533-21 au titre des activités mentionnées au premier alinéa », dans les conditions définies par arrêté. La difficulté sera naturellement de cerner les situations pratiques visées par ce texte, notamment celle d'indisponibilité des instruments financiers⁴.

Le fonds de garantie des dépôts assumera la gestion de ce mécanisme de garantie. Les ressources de ce fonds de garantie seront assurées par les sociétés de gestion, dans des conditions définies par un arrêté à prendre. Il reviendra à l'AMF de faire fonctionner le fonds.

Décret du 10 août 2007 – Modification du Code monétaire et financier. Investissements des OPCVM – Transposition de la directive Actifs éligibles

Le décret n° 2007-1207 du 10 août 2007⁵ vient transposer en droit français la directive n° 2007/16/CE du 19 mars 2007 portant coordination des dispositions législatives,

1. Publiée au Journal Officiel du 13 avril 2007 ; V. Th. Samin, « À propos de l'instauration d'un mécanisme de garantie pour certaines sociétés de gestion de portefeuille », Bull. Joly Bourse juillet-août 2007, §112, p. 531.

2. F. Bussière, « De l'intérêt des porteurs dans la gestion dans la gestion collective pour le compte de tiers », Mélanges offerts en l'honneur de D. Schmidt, Joly Editions 2005, p. 109.

3. L'article 11 de la directive MIF rappelle l'obligation pour les prestataires d'adhérer à un système d'indemnisation des investisseurs.

4. Comme cela a été justement remarqué (Th. Samin, « À propos de l'instauration d'un mécanisme de garantie pour certaines sociétés de gestion de portefeuille », préc.) certains prestataires (ex. sociétés financières) se sont trouvés dans une situation similaire, à savoir être tenus d'adhérer à un mécanisme de garantie sans pouvoir en bénéficier.

5. Publié au Journal officiel du 12 août 2007.

réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines dispositions (dite directive Actifs éligibles)⁶. Il apporte également des précisions attendues par les professionnels sur différents points. Texte très technique, le décret vient clarifier à la fois les types d'actifs pouvant être souscrits par un OPCVM mais également certains ratios d'investissement. Ces innovations touchent à la fois des OPCVM à vocation générale mais également des OPCVM particuliers.

Tout d'abord, le décret du 10 août 2007 consacre pleinement les instruments du marché monétaire comme actifs éligibles (article R. 214-1-1-f) et les dissocie distinctement des autres titres de créances (article R. 214-1-1-b). L'article R. 214-2-1 nouveau du Code monétaire et financier dresse le régime de ces instruments du marché monétaire, notamment ceux non admis à la négociation sur un marché réglementé. En effet, ils sont éligibles à hauteur de 100 % de l'actif d'un OPCVM à condition que l'émetteur rédige une documentation financière dont il assure la mise à jour régulière. Cette documentation doit permettre à l'investisseur d'apprécier correctement le risque de crédit. L'émetteur doit également rendre disponible des statistiques fiables sur l'émission ou le programme d'émission. Enfin, l'émetteur doit être un État ou une collectivité territoriale d'un État membre, la BCE, la BEI ou l'Union européenne, être une entité dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, un établissement soumis à des règles prudentielles ou une société ayant au moins un capital et des réserves supérieurs à dix millions d'euros. Une des nouveautés essentielles de ce régime est la suppression de la condition tenant à la supervision de l'émetteur par une autorité de tutelle. Auparavant, en application de cette dernière condition, les Euro Commercial Paper (ECP) émis par des entités ne relevant pas du contrôle d'une autorité de surveillance étaient cantonnés à 10 % de l'actif d'un OPCVM, quand bien même ces titres répondaient aux autres conditions⁷.

Outre ce régime particulier pour les instruments du marché monétaire, le décret introduit des conditions générales applicables aux actifs éligibles aux portefeuilles des OPCVM (article R. 214-1-2-1 nouveau du Code monétaire et financier). Ainsi, pour les actions, titres de créance et les parts de FCC, ces instruments financiers doivent répondre aux trois conditions suivantes : 1) la perte à laquelle leur détention expose l'OPCVM ne peut excéder leur prix d'acquisition ; 2) ils doivent faire l'objet d'une valorisation fiable ; 3) ils font l'objet d'une information appropriée périodique.

La principale nouveauté est la reconnaissance par le Code monétaire et financier d'une valorisation indépendante de l'émetteur. Le prix de marché n'est plus la référence systématique pour valoriser correctement un actif détenu en portefeuille. S'agissant des OPC fermés, français⁸ ou

étrangers, ceux-ci sont considérés comme des actifs éligibles dès lors qu'ils remplissent les critères suivants : ils doivent être soumis à des règles régissant le fonctionnement des organes délibérants ; ils doivent être soumis à une réglementation nationale visant à garantir la protection des investisseurs. Relevons que la notion de protection des investisseurs devra être rapidement précisée. Enfin, le décret ajoute que les titres de créance négociables (TCN) sont assimilés à des instruments du marché monétaire s'ils répondent à trois caractéristiques (article R. 214-1-1-III nouveau). La durée du titre doit être inférieure à 397 jours. Les titres peuvent être cédés à bref délai et sans coût excessif. Enfin, leur valorisation doit être précise et fiable.

Le décret d'attache également à assouplir le régime des dépôts effectués par les OPCVM. Actif éligible aux OPCVM français depuis la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, ces investissements demeurent encore peu significatifs, en partie en raison d'un régime trop strict. Après la suppression d'une convention cadre spécifique à ce type de dépôt, le décret du 10 août 2007 retire la condition tenant à l'exigence de mise à disposition des fonds déposés dans un délai de 24 heures. Cet assouplissement permettra sans doute de recourir davantage aux dépôts structurés pour lesquels le remboursement des sommes dans un tel délai n'était pas envisageable. Par ailleurs, le nouvel article R. 214-3 du Code monétaire et financier dispose que la somme remboursée, « diminuée des éventuels frais ou pénalités de remboursement anticipé [...] est au moins égale à la valeur initiale du dépôt ». Jusqu'à présent, le remboursement des sommes déposées devait toujours être égal ou supérieur aux sommes déposées, excluant de la sorte toute application d'une clause de pénalité. Cette disposition pénalisait notamment les dépôts à taux fixe. Relevons toutefois que, dans le nouveau régime, le montant des frais et pénalités ne peut être supérieur au montant des intérêts produits.

Le décret aligne également le statut des compartiments des OPCVM étrangers éligibles à l'actif des OPCVM français sur celui des compartiments français, dès lors qu'ils ne sont pas solidaires financièrement (article R. 214-9 nouveau)⁹. Le calcul des ratios d'investissement s'applique en conséquence au seul compartiment, appréhendé comme un portefeuille indépendant juridiquement des autres compartiments de l'OPCVM. En revanche, le ratio d'emprise se calcule toujours au niveau de l'OPCVM, incluant en conséquence tous les compartiments dans l'assiette de calcul. Le régime des instruments financiers à terme et des cessions temporaires de titres est par ailleurs refondu sur des aspects importants par le décret du 10 août 2007. Ainsi, le nouvel article R. 214-12-V subordonne le recours aux instruments financiers à terme et cessions de titres par les OPCVM à deux conditions : d'une part, « leur mise en œuvre répond à un intérêt économique » pour l'OPCVM ; d'autre part, ces techniques doivent permettre « soit la réduction des risques ou des coûts, soit l'augmentation de la valeur d'inventaire net ou des revenus, soit la réalisation de l'objectif de gestion de l'OPCVM compatible avec son profil de risque ». Ces deux conditions rappellent des règles de bon sens. Les dérivés et les cessions temporel-

6. V. Bull. Joly Bourse juillet-août 2007, §104, p. 434, I. Riasetto ; Banque & Droit n°114 juillet-août 2007, F. Bussière.

7. V. E. Courant et F. Bussière, « La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 », Banque & Droit n°89 mai-juin 2003, p. 14 ; C. Burford et S. Bremond, « Quelle place pour les Euro Commercial Paper dans les OPCVM coordonnés », Agefi du 19 juin 2003 ; S. Hindle-Barone, « Financement à court terme : vers un marché du papier commercial paneuropéen », Banque magazine n° 648 juin 2003, p. 40.

8. Sociétés d'investissement à capital fixe régies par l'ordonnance n° 45-2710 du 2 novembre 1945.

9. Est considéré comme un compartiment non solidaire, selon le nouvel article R. 214-9, « lorsque les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations et ne bénéficient que des créances qui concernent ce compartiment ».

res de titres, comme tout autre actif éligible, doivent être utilisés dans l'intérêt exclusif des porteurs. S'agissant des seuls produits dérivés, le nouvel article R. 214-13 dissocie les instruments négociés sur un marché réglementé de ceux qui ne le sont pas. Pour ces derniers, ils peuvent être dénoués dorénavant uniquement à tout moment à leur valeur de marché. Cette valorisation renvoie soit à une valeur de marché actuelle, soit à une valeur déterminée à partir d'un modèle de valorisation utilisant une méthode reconnue et appropriée. Cette valorisation doit être vérifiée par un tiers indépendant ou un service de la société de gestion indépendant de la direction opérationnelle (par exemple, une direction des risques). Les instruments financiers à terme ne peuvent donc plus être dénoués à une « valeur prédéterminée », comme l'autorisait le Code monétaire et financier avant la publication du décret du 10 août 2007. La référence à une valeur de marché semble ainsi condamner toute clause instaurant des pénalités à la charge de l'OPCVM en cas de dénouement anticipé. L'exigence d'une convention cadre régissant ces opérations (au sens de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier) est supprimée. En pratique, elle restera toutefois nécessaire pour aménager contractuellement les droits des parties. En outre, les instruments financiers à terme sur marchandises sont dorénavant ouverts aux OPCVM non coordonnés. Leur exposition à un même contrat portant sur des marchandises ne peut excéder 10 % de l'actif. De même, les indices financiers peuvent être des actifs sous-jacents à des produits dérivés s'ils répondent aux critères applicables aux OPCVM indiciels¹⁰ (diversification suffisante de l'indice, représentation du marché auquel il se réfère, publication appropriée), et ce, en application du nouvel article R. 214-13-III du Code monétaire et financier. On relèvera enfin que le recours aux dérivés de crédit par un OPCVM ne nécessite plus, de la part de la société de gestion, un programme d'activité spécifique approuvé par l'AMF¹¹. L'autorité de surveillance avait déjà assoupli le cadre réglementaire en la matière en 2006¹². Cette innovation réglementaire se comprend parfaitement au regard de la standardisation croissante des dérivés de crédit ces dernières années. Même en l'absence d'autorisation formelle de l'AMF de recourir aux dérivés de crédit, il n'en demeure pas moins que la société de gestion doit disposer des moyens humains et techniques pour recourir à ces produits.

À l'image de ces derniers, les dérivés intégrés ont connu un développement important auprès des gestionnaires de portefeuille. Leur définition restait en revanche vague¹³ et soulevait, en pratique, de nombreuses discussions. Le nouvel article R. 214-15, adoptant une approche comparable, tente de définir davantage cet actif en posant trois conditions. Deux permettant vraiment d'affiner la notion. Serait un dérivé intégré tout instrument financier à terme « dont les caractéristiques économiques et son profil de risque ne sont pas étroitement liés aux caractéristiques économiques de l'instrument

financier dans lequel il est inclus, ni au profil de risque de ce dernier ». Par ailleurs, n'est pas un dérivé intégré tout titre qui peut être négocié indépendamment du produit dérivé. La très forte dépendance du titre de créance au produit dérivé qu'il intègre permet en conséquence de qualifier le dérivé intégré. Les acquisitions de titres par un OPCVM étaient jusqu'à présent limitées à 10 % de l'actif. Cette limite est supprimée par le décret. Désormais, les cessions comme les acquisitions peuvent porter sur l'intégralité de l'actif.

Le régime des OPCVM d'OPCVM se trouve fortement impacté par le décret du 10 août 2007. S'agissant des OPCVM d'OPCVM coordonnés, ils peuvent dorénavant investir jusqu'à 30 % de leur actif dans des fonds étrangers remplissant les 13 critères définis à l'article 411-34 du règlement général AMF et dont la composition est suffisamment diversifiée pour répondre aux exigences de l'article R 214-6 du Code monétaire et financier (règle des 5/10/40). Chaque fonds sous-jacent ne peut représenter plus de 20 % des fonds ainsi souscrits au sein de ce ratio de 30 %. Il faut donc comprendre qu'un fonds de fonds pourra investir dans des *hedge funds* étrangers sans pour autant relever du régime applicable aux OPCVM de fonds alternatifs. S'agissant des OPCVM d'OPCVM non coordonnés, ils peuvent également souscrire dans ces mêmes sous-jacents sans respecter le ratio de 20 %. Par ailleurs, des innovations importantes relatives aux OPCVM à règles d'investissement allégées de fonds alternatifs sont à mentionner. Tout d'abord, un OPCVM de fonds alternatif peut investir 10 % de son actif dans des fonds de droit étranger ne respectant pas les 13 critères définis par le règlement général AMF (article 411-34). Cette faculté est également reconnue aux autres OPCVM à règles d'investissement allégées. Le choix des fonds sous-jacents est de la responsabilité du gestionnaire de l'OPCVM de tête. En outre, les parts ou actions desdits fonds ne sont plus considérées comme des actions pour le calcul du ratio de 5/10/40, qui de ce fait, ne s'applique plus à ces actifs. Cette limite se trouve remplacée par un ratio de 10 %, qui peut être porté à 15 % si les investissements en fonds étrangers supérieurs à 10 % ne représentent pas plus de 40 % de l'actif de l'OPCVM de tête. En d'autres termes, un fonds de fonds alternatif peut être investi dans neuf fonds, au lieu de seize dans le régime antérieur. Enfin, se trouvent désormais éligibles à 100 % de l'actif les fonds sous-jacents qui investissent eux-mêmes plus de 10 % de leur actif dans d'autres fonds. Cependant, le fonds cible doit investir plus de 10 % de son actif en fonds indiciels français ou étrangers et dans des fonds eux-mêmes investis à plus de 90 % en titre de taux.

Le décret du 10 août 2007 apporte en conséquence des innovations techniques, mais essentielles, aux gestionnaires de portefeuille. Ces nouvelles dispositions sont applicables à compter du 31 décembre 2007. ■

10. V. article R. 214-28-II du Code monétaire et financier.

11. L'exigence d'un programme d'activité spécifique pour recourir aux dérivés de crédit avait été introduite en droit français par le décret du 10 décembre 2002, V. Banque & Droit n° 87 janvier-février 2003, p. 41, F. Bussière.

12. V. Communiqué AMF du 16 octobre 2006, par lequel l'AMF assouplissait les exigences en matière d'analyse crédit pour le recours aux dérivés de crédit.

13. V. E. Courant et F. Bussière, « La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 », préc.