

La réforme du décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989

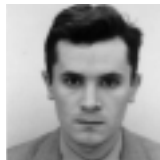
FABRICE BUSSIERE

Docteur en droit
Responsable des affaires juridiques
Barep



ETIENNE JARDEL

Adjoint du responsable du droit des
marchés et des gestions mobilières
Société générale



Le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 a enfin été modifié par un décret en date du 26 février 2002. Ce texte est fondamental pour les sociétés de gestion, notamment en ce qu'il refond le régime des produits dérivés conclus par les Opcvm (Sicav ou FCP) et qu'il encadre les cessions temporaires de titres conclues par ces mêmes organismes. Le présent article expose les nouvelles contraintes.

Longtemps attendue, la réforme du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989¹ a enfin abouti avec la publication au *Journal Officiel* du décret n° 2002-278 du 26 février 2002². Ce texte, pris pour l'application de la loi du 23 décembre 1988 codifiée aux articles L. 214-15 et s. du Code monétaire et financier, est fondamental pour les sociétés de gestion françaises³, dans la mesure où il définit notamment le régime des opérations sur instruments financiers à terme, négociés sur les marchés réglementés ou de gré à gré (ou OTC pour «*over-the-counter*»), ainsi que celui des cessions temporaires de titres conclues par les Opcvm (FCP ou Sicav). Les instruments financiers à terme sont définis à l'article L. 211-1 II du Code monétaire et financier comme «*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 de marché à terme*»⁴. Ces produits financiers sont indispensables aux gestionnaires d'Opcvm, et ce, quelle que soit la gestion mise en place. Quelle société de gestion pourrait se priver actuellement, par exemple, des swaps de taux pour couvrir son portefeuille contre des variations de taux d'intérêt ? Par ailleurs, au-delà de ces produits OTC «*standards*», l'industrie financière a également développé ces dernières années des instruments financiers à terme plus complexes, à l'image des dérivés de crédit⁵, mais tout aussi indispensables aux sociétés de gestion.

La réforme du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 devait faire face à une double difficulté. L'innovation étant, par définition, importante en la matière, celle-ci

devait ne pas trop rigidifier le recours des Opcvm aux opérations sur instruments financiers à terme. La dernière modification du décret, en date du 10 décembre 1998, avait été à cet égard favorablement accueillie par la place de Paris⁶. Par ailleurs, la directive 85/611/CEE, récemment modifiée⁷, a posé des principes nouveaux, qui ont très fortement influencé la réforme du décret n° 89-624. Ce texte pose des contraintes fortes quant à l'utilisation de produits dérivés applicables aux seuls Opcvm coordonnés au sens de la directive de 1985. Or, le décret du 6 septembre 1989 a vocation à s'appliquer à l'ensemble des Opcvm, coordonnés ou non.

L'ambition principale du décret n° 89-624 modifié est double : refondre le régime des produits dérivés (I) et encadrer les cessions temporaires de titres (II). Le décret assouplit également la réglementation applicable à certaines catégories d'Opcvm (III). Enfin, il modifie la procédure d'autorisation d'introduction et de commercialisation d'Opcvm étrangers sur le territoire français (IV).

I La refonte du régime des produits dérivés conclus par les Opcvm

Le décret modifie en profondeur le régime des opérations dérivées conclues par les Opcvm. Ces modifications concernent tant les règles applicables à tous les produits dérivés, qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou non (A), que celles propres aux produits dérivés négociés de gré à gré (B).

A - Le régime commun à tous les produits dérivés

Le décret amendé édicte un nouveau régime (2) désormais applicable à l'ensemble des Opcvm (1).

1. Extension du domaine d'application à l'ensemble des Opcvm

Dans son ancienne rédaction, le régime commun à toutes les opérations dérivées (a) n'avait pas vocation à s'appliquer à tous les Opcvm. La réforme applique désormais ce régime commun à l'ensemble des Opcvm (b).

a) Un régime commun déjà applicable à toutes les opérations dérivées.

Depuis la dernière réforme, en date du 10 décembre 1998 (décret n° 98-1123), le décret pose des conditions applicables à l'ensemble des opérations dérivées conclues par un Opcvm, quelle que soit la nature de l'opération conclue. Le texte énumère, de manière pragmatique, les conditions générales à respecter par un gestionnaire intervenant sur les marchés dérivés, au lieu, comme cela était le cas auparavant, d'énumérer les opérations autorisées aux Opcvm⁸. L'évolution permanente et rapide des marchés financiers commande cette approche. La réforme de 2002 a maintenu une telle approche en précisant les conditions générales de validité de toute opération dérivée conclue par un Opcvm.

b) Un régime commun désormais applicable à tous les Opcvm.

Sous le régime antérieur, tous les Opcvm pouvaient recourir aux produits dérivés, à l'exception des Opcvm nourriciers. Rappelons qu'un Opcvm nourricier est un fonds dont l'orientation de gestion consiste à être investi à 100 % dans un autre Opcvm, qualifié de maître⁹. Cette technique permet de concentrer, au niveau de l'Opcvm maître, la gestion des actifs et en conséquence la rend plus efficace et moins coûteuse, cela tout en diversifiant et adaptant la politique de commercialisation au travers des nourriciers. Alors que la Cob contestait aux Opcvm nourriciers le droit d'utiliser les produits dérivés, le décret, dans sa nouvelle rédaction (art. 2-5), consacre explicitement cette possibilité. Tous les Opcvm, sans exception, peuvent donc désormais utiliser les produits dérivés. Cependant, pour les Opcvm nourriciers, cette capacité est subordonnée à trois conditions particulières qui viennent s'ajouter à celles prévues par le droit commun :

- pour calculer la règle de la limite d'engagement d'une fois l'actif de l'Opcvm sur les produits dérivés à terme (cf. infra), il convient de prendre en compte tant les opérations effectuées par l'Opcvm nourricier que celles conclues par l'Opcvm maître¹⁰ ;
- le contrat ne peut avoir pour effet de modifier substantiellement l'orientation de gestion de l'organisme nourricier par rapport à celle du maître, sauf lorsque le contrat a pour objet d'apporter une protection à l'Opcvm. L'objectif de cette disposition est d'éviter qu'un nourricier change de classification par rapport à celle du maître comme cela est déjà prévu dans l'instruction Cob, sauf à devenir un «*Opcvm garanti ou assorti d'une protection*» ;

- le dépositaire de l'organisme nourricier doit être le même que celui de l'organisme maître, sauf si l'Opcvm maître, dans sa notice d'information, s'interdit toute intervention sur les marchés à terme. Cette règle, destinée à faciliter les contrôles du dépositaire, pourrait pénaliser à terme les montages entre nourriciers et maîtres de promoteurs différents.

2. Conditions de validité

Le décret modifié du 6 septembre 1989 maintient le principe de la limite d'engagement des Opcvm sur les marchés à terme, avec toutefois une nouvelle exception (a). En outre, il consacre deux règles importantes, qui n'existaient jusqu'alors que dans l'Instruction Cob du 15 décembre 1998 (chapitre VI) : la capacité de l'Opcvm à valoriser les produits dérivés et à en mesurer les risques (b) et la conformité des opérations dérivées à l'objectif d'investissement (c). Enfin, et surtout, le décret transpose en droit français la règle de prise en compte de l'actif sous-jacent de l'opération dérivée dans les ratios émetteurs de l'Opcvm (d).

a) Condition tenant au montant de l'engagement.

Pour limiter l'effet de levier dans la gestion de l'Opcvm, et protéger ses porteurs ou actionnaires, le décret de 1989 pose le principe fondamental selon lequel les Opcvm «*ne peuvent engager plus d'une fois leur actif sur les marchés à terme*», réglementés ou non¹¹. Une exception traditionnelle existe pour les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) qui ne sont pas astreints au respect de cette règle, en raison de l'effet de levier inhérent aux marchés à terme sur lesquels ils interviennent. Le décret amendé ajoute une seconde exception à ce principe : pour les seuls Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée (définis à l'art. L. 214-35 Code monétaire et financier), la limite d'engagement sur les marchés à terme est désormais portée à deux fois l'actif. Cette hausse du niveau de l'engagement pourrait trouver une application chez les sociétés de gestion spécialisées en gestion alternative, dont les stratégies requièrent un niveau de levier important (arbitrage de taux, de convertibles, et plus généralement les stratégies dites de «*relative value*»). Un levier de 200 % sur les marchés à terme pourrait pourtant se révéler, à l'usage, rapidement insuffisant pour l'application desdites stratégies. Un levier supérieur aurait, à cet égard, offert plus de souplesse au gestionnaire et atteint l'objectif recherché.

b) Capacité de l'Opcvm à valoriser les produits dérivés et à en mesurer les risques.

En application de l'article 10 nouveau du décret n° 89-624, les Opcvm utilisant des produits dérivés doivent «*pouvoir à tout moment valoriser de manière précise et indépendante*» lesdits produits. Le décret ajoute également qu'«*ils doivent pouvoir à tout moment mesurer les risques associés à leurs positions et la contribution de ces positions au profil de risque général du portefeuille*». Ces exigences répondent à un double objectif. D'une part, permettre à la société de gestion de s'assurer qu'elle respecte sa limite d'engagement sur les marchés à termes, réglementés ou non¹². C'est pourquoi l'obligation de valorisation et de

mesure des risques encourus pèse sur la société de gestion de manière permanente. D'autre part, obliger les sociétés de gestion à disposer de leurs propres outils internes de valorisation afin d'être en mesure de pouvoir négocier les produits dérivés dans le meilleur intérêt des porteurs. L'autonomie et l'indépendance du métier de la gestion d'actifs conduisent naturellement à retenir une telle obligation.

c) Conformité des opérations dérivées à l'objectif d'investissement.

Le décret consacre une règle, déjà adoptée en pratique par les sociétés de gestion françaises sur certains produits OTC, selon laquelle les opérations «ne doivent pas amener un Opcvm à s'écarter de ses objectifs d'investissement tels qu'exposés dans sa note d'information» (art. 2-1 décret modifié). En d'autres termes, l'opération doit être prévue par la notice de l'Opcvm et conforme à la gestion retenue par le gérant. A titre d'exemple, un Opcvm monétaire qui conclurait une opération OTC importante ayant comme sous-jacent une action pourrait se trouver en défaut vis-à-vis de sa politique d'investissement si, lors du dénouement de ladite opération, il recevait l'actif sous-jacent.

d) La prise en compte du sous-jacent des produits dérivés dans les ratios émetteurs de l'Opcvm.

Principe transposé de la directive 85/611/CEE modifiée.- Le risque émetteur d'un Opcvm se définit comme celui que l'Opcvm encourt si l'émetteur dont il détient les titres en portefeuille est défaillant. Ce risque est strictement encadré par des ratios, en application du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 (art. 4). En vertu de ce texte, un Opcvm ne peut pas investir plus de 5 % de son actif en titres d'un même émetteur. Cette limite peut être cependant portée à 10 % si les titres détenus pour plus de 5 % ne dépassent pas ensemble 40 % de l'actif. Pour le calcul de ce ratio de division des risques (appelé communément «ratio des 5-10-40»), sous l'ancien régime, seuls les titres détenus physiquement étaient pris en compte. Désormais, il faudra également comptabiliser, pour l'application de ce ratio, les actifs sous-jacents des produits dérivés conclus par l'Opcvm (art. 2-4 du décret modifié). En d'autres termes, il sera tenu compte tant des actifs effectivement détenus par l'Opcvm que des actifs qu'il serait susceptible de détenir en vertu d'un produit dérivé. A titre d'exemple, si un Opcvm détient 4 % de son actif en titres d'un même émetteur et que, parallèlement, il conclut une option d'achat lui donnant le droit d'acquérir des titres de ce même émetteur représentant 7 % de son actif, l'Opcvm sera tenu, en application de la nouvelle règle, de prendre en considération ces titres sous-jacents pour le calcul du ratio émetteur. Dans notre exemple, l'Opcvm se trouve en dépassement de ratio du fait qu'il détient 11 % de titres d'un même émetteur. Ce nouveau principe est transposé de la directive 85/611/CEE modifiée.

Aménagements au principe.- Cette nouvelle règle comporte une première exception, reprise également de la directive 85/611/CEE (art. 21-3 nouveau). Ainsi, elle ne s'applique pas aux «contrats à terme fondés sur des indices dont le mode d'établissement et de diffusion est reconnu

satisfaisant par la Cob». Les indices ne sont pas, en effet, comptabilisés dans les actifs des Opcvm. Une seconde exception est prévue en faveur des Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée. Enfin, la nouvelle règle comporte un aménagement. En effet, «lorsque le contrat a pour objet de permettre la réalisation par un organisme de son objectif de garantie de performance, de revenu ou de capital, l'exposition au risque liée à ce contrat est calculée par référence à la valeur de l'actif sous-jacent à la date de conclusion dudit contrat». La règle de prise en compte du sous-jacent s'applique mais le respect de cette règle n'est vérifié qu'au moment de la mise en place du produit dérivé. Cette règle tend à éviter que le gestionnaire soit contraint de déboucler le montage structuré au cours de la vie de l'Opcvm. Cet aménagement bénéficiera notamment aux Opcvm garantis ou à promesse.

B - Règles propres aux produits dérivés de gré à gré

Si l'ensemble des produits dérivés est soumis à un régime commun, les produits dérivés de gré à gré sont, en outre, du fait de leur spécificité, soumis à un certain nombre de règles propres. Le décret modifie ce régime particulier (2) et restreint son domaine d'application (1).

1. Limitation du champ d'application

Le champ d'application des règles propres aux produits dérivés de gré à gré se définit par défaut. En effet, ces règles s'appliquent aux produits dérivés qui ne sont ni négociés sur un marché réglementé (a) et, depuis le nouveau décret, ni négociés sur un marché assimilé à un marché réglementé (b).

a) Exclusion des produits dérivés négociés sur un marché réglementé.

Naturellement, le régime spécifique ne s'applique pas aux transactions sur produits dérivés admis aux négociations sur un marché réglementé. La raison en est simple. Sur ces marchés financiers, la contrepartie de l'opération étant, par définition, la chambre de compensation, il n'existe pas, sauf à imaginer une défaillance de la chambre de compensation, de risque de défaillance de la contrepartie. Souvent une garantie de bonne fin des opérations est accordée par la chambre de compensation en faveur des donneurs d'ordres¹³. En conséquence, les règles protectrices des Opcvm mises en place par le décret, lorsque ces derniers concluent des produits OTC, n'ont pas vocation à s'appliquer.

b) Exclusion des produits dérivés négociés sur un marché «assimilé à un marché réglementé».

Entre la notion de «marché réglementé», consacrée par le Code monétaire et financier¹⁴, et celle de marché dit de gré à gré, le décret crée une catégorie intermédiaire, celle des marchés «assimilés» à des marchés réglementés (art. 2-2 du décret modifié), dont une liste sera publiée par le ministre chargé de l'économie. La pratique les désigne sous le vocable de «marchés organisés», pour les distinguer des marchés réglementés¹⁵. Cette notion est

reprise de la directive européenne 98/33/CEE du 22 juin 1998 relative aux établissements de crédit¹⁶. Ces marchés sont assimilés par le décret aux marchés réglementés dans la mesure où ils fonctionnent dans des conditions analogues, avec notamment la présence d'une chambre de compensation et d'appels de marge quotidiens. L'intérêt de cette assimilation est que les transactions sur produits dérivés qui seront réalisées sur ces marchés échapperont à l'application des règles propres aux transactions sur produits dérivés de gré à gré. En revanche, on regrettera que le nouveau décret cantonne cette disposition aux seuls produits dérivés sur taux d'intérêt ou taux de change. Selon le Trésor, cette limitation s'explique par le fait que la directive précitée de 1988 ne prévoit que ces deux types d'opérations. En réalité, il nous semble que dès lors qu'un marché répond aux conditions requises pour être assimilé à un marché réglementé, il serait logique d'y autoriser des transactions sur tous produits dérivés, en excluant seulement les produits dérivés sur matières premières qui ne peuvent être traités uniquement par les FCIMT¹⁷.

2. Conditions de validité

Le décret modifié précise une règle déjà existante sous l'ancien régime, selon laquelle l'Opcvm doit pouvoir révoquer à tout moment une opération dérivée (a). Il étend, en outre, le champ des contreparties avec lesquelles les Opcvm sont autorisés à conclure des produits dérivés de gré à gré (b). Enfin et surtout, il transpose en droit français une règle limitant le risque de contrepartie pour les transactions sur produits dérivés de gré à gré (c).

a) Révocation à tout moment de l'opération dérivée.

La première condition posée par le décret est que tous les contrats portant sur des instruments financiers à terme «*puissent être dénoués ou liquidés à tout moment, à leur valeur de marché ou à une valeur prédéterminée, à l'initiative de l'Opcvm*». Cette règle protectrice de l'Opcvm doit lui permettre de mettre fin, à tout moment, à toute opération à terme. La règle existait déjà dans la précédente rédaction du décret. Mais il était simplement précisé que l'opération devait être «révocable» par l'Opcvm. La réforme affirme et clarifie le droit de l'Opcvm en fonction du produit traité : produit standard dénoué à la valeur du marché, ou produit sur mesure liquidé à une valeur prédéterminée. Bien que le décret ne le précise pas, ce droit de «dénouer» ou de «liquider» l'opération doit s'assimiler à un droit de révocation. Cette faculté devra cependant être exercée, selon nous de bonne foi, par le gestionnaire, dans le seul intérêt des porteurs de l'Opcvm.

b) Extension des contreparties autorisées.

Reconnaissance des entreprises d'investissement comme contrepartie. Pour des raisons tenant à la protection de l'Opcvm et de ses porteurs, les contreparties autorisées doivent présenter des garanties de solidité financière pour traiter un produit dérivé avec un FCP ou une Sicav. Jusqu'à présent, seules deux catégories de contreparties étaient considérées comme répondant à cette exigence : les établissements de crédit dont le siège se trouve dans un État de l'OCDE et les établissements dépositaires d'Opcvm. L'exclusion des entreprises d'investissement des contreparties éligibles était à la fois

infondée et dommageable pour les Opcvm. Elle était infondée car elle établissait une discrimination entre les prestataires de services d'investissement, au sens de l'article L. 531-1 du Code monétaire et financier¹⁸. Selon cette disposition, «*les prestataires de service d'investissement sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement au sens de l'article L. 321-1*». Or, les entreprises d'investissement, par leur statut, sont astreintes à des contraintes prudentielles strictes¹⁹. Cette exclusion était également dommageable pour les Opcvm, leur fermant l'accès à certains produits. Ainsi, à titre d'exemple, les FCIMT sont parfois sollicités pour conclure des «*Exchange for physical*» (ou «*EFPs*»). Ces produits OTC, qui reproduisent des contrats de «*futures*» négociés sur un marché réglementé, se sont développés en raison de la faible liquidité et profondeur des marchés à terme réglementés sur certains contrats. Or, ces produits de gré à gré sont souvent négociés par des entreprises d'investissement, d'où l'importance d'ouvrir aux Opcvm la capacité de traiter avec ces nouvelles contreparties. Pour ces raisons, le décret amendé a élargi le champ des contreparties avec lesquelles un Opcvm peut conclure des opérations dérivées OTC en y incluant dorénavant les entreprises d'investissement (art. 2-3 décret modifié). Ces dernières doivent cependant remplir trois conditions cumulatives pour entrer en relation avec un Opcvm : l'entreprise d'investissement doit être située dans un État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ; elle doit disposer de fonds propres minimums de 3,8 millions d'euros²⁰ ; elle doit être agréée pour fournir le service d'investissement connexe visé à l'article L. 321-2, 1) du Code monétaire et financier, c'est-à-dire le service de conservation ou d'administration d'instruments financiers.

c) Limitation du risque de crédit sur une même contrepartie.

Transposition de la directive 85/611/CEE modifiée. Si le nouveau décret étend la gamme des contreparties éligibles, il prévoit, dans un même temps, l'obligation pour un Opcvm de limiter son risque de contrepartie sur les marchés à terme de gré à gré. En effet, le principe nouveau formulé à l'article 2-3, troisième tiret, du décret modifié est que l'exposition d'un Opcvm «*au risque de crédit sur une même contrepartie ne peut excéder 10 % de ses actifs*». Selon le décret, «*le risque de crédit sur une même contrepartie est le risque que cette contrepartie manque à l'une de ses obligations et amène de ce fait l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières à subir une perte financière*». Cette limitation du risque de contrepartie évitera à l'avenir qu'un Opcvm ait une concentration trop importante sur une seule contrepartie, au titre de ses engagements hors bilan. Cette mesure, protectrice de l'Opcvm et de ses porteurs, vient transposer une règle prudentielle figurant dans la nouvelle directive Opcvm 86/611/CEE modifiée par les deux directives 2001/107/CE et 2001/108/CE en date du 21 janvier 2002.

Mode de calcul du risque de crédit sur une même contrepartie. Pour la méthode de calcul de ce risque, le décret amendé apporte trois précisions importantes. En

premier lieu, l'exposition est calculée à la valeur de marché des produits dérivés concernés. On retient donc le mode traditionnel de valorisation des produits dérivés au prix de marché, méthode dite du «*mark-to-market*»²¹. En second lieu, le risque est calculé sur la base de l'exposition dite «*nette*», (art. 2-3 du décret). Pour une opération de swap, l'exposition nette résultera de la compensation entre les deux obligations en sens inverse nées de l'opération de swap ainsi conclue. Enfin, selon le décret, la mesure de l'exposition nette tient compte des éventuelles garanties constituées en faveur de l'Opcvm. Les garanties reçues par l'Opcvm dans le cadre de ces transactions, sous forme d'espèces et/ou de titres, visent à diminuer le risque de contrepartie de l'Opcvm. Il est donc logique qu'elles soient prises en compte pour diminuer à due concurrence le risque de contrepartie. La documentation contractuelle afférente aux opérations de dérivés permet en effet de se prémunir contre la défaillance de son cocontractant. Les mécanismes les plus courants sont ceux promus par la Fédération bancaire française («*Annexe remise en garantie*»²²) et l'International Swap and Derivatives Association - l'ISDA - (contrat de «*Credit support annex*» ou CSA)²³.

Pour respecter cette nouvelle contrainte, les Opcvm pourraient être amenés à ventiler leurs transactions entre plusieurs contreparties²⁴. Il est plus vraisemblable que les Opcvm seront incités à «*collatéraliser*» très fortement, voire intégralement, leurs transactions dérivées de gré à gré de façon à limiter, voire annuler, le risque de contrepartie et respecter en conséquence le nouveau ratio posé par le décret n° 89-624 amendé. Pour illustrer le propos, un Opcvm concluant une opération avec une contrepartie représentant 30 % de son actif respectera le nouveau principe, à condition seulement que ladite opération soit garantie en faveur de l'Opcvm pour un montant minimum représentant 20 % de l'actif de l'Opcvm. Le risque de crédit, dans cet exemple, serait ainsi ramené à 10 % sur une seule contrepartie.

Exceptions.- Le principe de limitation du risque de contrepartie connaît deux exceptions importantes.

Opcvm garantis ou assortis d'une protection.- Tout d'abord, ne sont pas tenus au respect de ce principe les Opcvm garantissant une performance, un revenu ou le capital, pour lesquels l'Opcvm lui-même ou ses porteurs bénéficient d'une garantie donnée par un établissement de crédit ayant son siège social dans un Etat de l'OCDE. L'hypothèse visée est donc celle des Opcvm qui s'engagent à fournir aux porteurs une prestation prévue d'avance (garantie du capital investi, d'une performance ou d'un revenu), le versement de cette prestation ainsi promise étant lui-même garanti par un organisme externe. Cette dérogation, qui vise en pratique les Opcvm garantis ou assortis d'une protection, se comprend aisément²⁵. Les rédacteurs du décret du 26 février 2002 ont considéré que l'existence d'une garantie donnée par un tiers – dont la surface financière est avérée – protégeait suffisamment les porteurs de cette catégorie d'Opcvm. Cependant, dans la mesure où la directive Opcvm 85/611/CEE modifiée ne prévoit aucune exception à la règle, il faut comprendre, selon nous, que les Opcvm qui utiliseront cette exception ne pourront pas être coordonnés et bénéficier, en conséquence, du passeport européen.

Opcvm à procédure allégée. La seconde exception concerne les Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée définis à l'article L. 214-35 du Code monétaire et financier. Le décret prévoit en leur faveur un régime dérogatoire les exonérant de l'exigence de la limitation du risque de contrepartie. Ils peuvent concentrer les risques sur une seule contrepartie, au-delà des 10 % de leurs actifs. Cette dérogation ne soulève pas de difficulté particulière au regard de la directive Opcvm modifiée dans la mesure où ces Opcvm ne peuvent pas être coordonnés.

En définitive, le décret amendé apporte des changements profonds au régime des produits dérivés conclus par les Opcvm, notamment avec la transposition en droit français des règles issues de la directive Opcvm modifiée, concernant la prise en compte du sous-jacent dans les ratios émetteurs de l'Opcvm et la limitation du risque de contrepartie sur une même contrepartie²⁶. S'agissant de ces deux règles, il importe de souligner l'influence de la directive de 1985 sur les rédacteurs du décret : alors que la directive Opcvm ne couvre, par définition, que les Opcvm dits «*coordonnés*» (notion recouvrant les Opcvm bénéficiant du «*passeport européen*» pour leur commercialisation en Europe), il a été choisi d'appliquer ces règles communautaires à l'ensemble des Opcvm, coordonnés ou non. L'idée sous-jacente à ce choix est, semble-t-il, que tous les Opcvm français, qu'ils soient ou non librement commercialisables dans les autres pays européens, doivent être soumis aux mêmes règles prudentielles, assurant ainsi une sécurité équivalente à leurs porteurs.

II L'encadrement des cessions temporaires de titres conclues par les Opcvm

A l'instar des opérations dérivées, les cessions temporaires de titres sont tout aussi indispensables pour les Opcvm. Le réforme de ce début d'année essaie, parfois de manière contestable, d'encadrer strictement (B) l'ensemble de ces opérations (A).

A - Domaine d'application des nouvelles contraintes

1. Opérations concernées

Les opérations concernées par ces nouvelles contraintes sont les prêts de titres, les pensions livrées ainsi que «*toute opération assimilée d'acquisition ou de cession temporaire de titres*» (art. 5 bis du décret modifié). Il conviendra de préciser cette notion d'opération «*assimilée*». On pense tout d'abord aux ventes à réméré (régies par les articles 1659 et s. C. civ.), bien que cette technique soit très rarement utilisée du fait de l'insécurité juridique qui l'entoure²⁷. On songe également aux techniques de «*buy and sell back*» qui, économiquement, s'apparentent à des pensions, mais, juridiquement, s'en distinguent dans la mesure où elles se décomposent en deux opérations distinctes d'achat et de vente d'instruments financiers.

2. Opcvm concernés

Les Opcvm concernés par ces nouvelles contraintes sont l'ensemble des Opcvm, à l'exception notable des Opcvm allégés. Ce dernier véhicule, récent en droit français (introduit par la loi du 2 juillet 1998), est destiné à accueillir des gestions plus dynamiques, ou plus complexes, que les gestions traditionnelles. Ils bénéficient en conséquence de ratios d'investissements dérogatoires. En contrepartie, ces Opcvm demeurent réservés à des investisseurs dits «qualifiés» (définis par le décret du 1^{er} octobre 1998) ou investissant initialement au moins 500 000 euros (Règlement Cob 98-05).

Pour ces Opcvm, le décret (art. 6 nouveau) permet d'emprunter des titres jusqu'à 100 % de leur actif (contre 30 % auparavant). Cette dernière mesure est destinée aux sociétés de gestion qui ont un besoin d'emprunt d'instruments financiers important. En effet, certaines stratégies, utilisées notamment en gestion alternative, nécessitent de retenir un tel ratio²⁸. C'est particulièrement le cas pour les fonds dits «long/short». Pour ce type de stratégie, schématiquement, le gestionnaire achète un actif contre un autre (par exemple, lors d'une OPE, la société achète pour 100 la cible et vend pour 100 l'initiateur de l'offre : dans ce cas, le gérant connaît, dès le lancement de l'offre publique, le «spread», résultant de la différence entre le prix offert pour la cible et le prix du titre de l'initiateur de l'offre). Pour ces fonds, souvent classés comme «relative value», le risque pris par le gérant est donc moins important que celui d'un gérant qui travaille en «valeur absolue» (exemple : un gérant achète un titre sans vendre un autre en couverture). Naturellement, si le risque est moins important, le gain sur ces opérations est d'autant plus réduit. C'est pourquoi, pour que l'Opcvm soit profitable aux porteurs, le FCP doit être en mesure de multiplier ces opérations d'achat/vente liées et donc de pouvoir emprunter de manière souple. Pour bénéficier de ce nouveau ratio, la société de gestion doit préalablement faire approuver par la Cob un programme d'activité spécifique (art. 6 nouveau)²⁹.

B - Exposé des nouvelles contraintes

Comme pour les produits dérivés, le décret prévoit des contraintes nouvelles pour les opérations de cessions temporaires de titres réalisées par les Opcvm, à l'exception des Opcvm allégés. Mais, contrairement aux produits dérivés, ces contraintes découlent, non d'une transposition anticipée de la directive Opcvm 85/611/CEE amendée, mais d'une volonté des autorités de tutelle d'encadrer davantage ce type d'opérations. A l'image des opérations dérivées de gré à gré, les cessions temporaires de titres sont désormais soumises aux deux principes suivants : limitation des contreparties autorisées (1) et limitation du risque de contrepartie (2). Cette assimilation n'est cependant pas totale. La règle de révocation à tout moment, applicable aux produits dérivés de gré à gré, ne s'impose pas aux cessions temporaires. A l'inverse, les cessions temporaires doivent, à la différence des produits dérivés de gré à gré, être documentées sous une convention-cadre de place (3).

1. Limitation des contreparties autorisées

Le décret amendé impose dorénavant aux Opcvm de conclure ces opérations de cession temporaire avec les mêmes contreparties que celles imposées pour les produits dérivés : établissements de crédit ayant leur siège dans un État de l'OCDE, établissements dépositaires d'Opcvm et entreprises d'investissement répondant à certaines conditions. Ces restrictions nous semblent pour le moins juridiquement contestables. Elles sont instituées en effet par un décret qui vient restreindre le champ d'application de dispositions légales, que sont les articles L. 432-6 5° du Code monétaire et financier pour les prêts de titres bénéficiant de la neutralité fiscale et L. 432-12 du Code monétaire et financier pour les pensions. Or, ces dispositions légales ne mentionnent aucune condition de validité tenant au statut de la contrepartie. En pratique, ces restrictions ne devraient pas être trop pénalisantes pour les sociétés de gestion, car ces opérations de cession, lorsqu'elles sont conclues par des Opcvm, le sont avec des contreparties autorisées par le décret modifié.

2. Limitation du risque de contrepartie

Le décret amendé prévoit pour les cessions temporaires de titres, comme pour les produits dérivés de gré à gré, que l'exposition de l'organisme au risque de crédit sur une même contrepartie ne pourra excéder 10 % de l'actif de l'Opcvm. Il précise, en outre, que le mode de calcul de ce risque de contrepartie s'effectuera selon des modalités identiques : valorisation à la valeur de marché, exposition mesurée en net et prise en compte éventuelle du collatéral reçu par l'Opcvm. En revanche, le décret ne précise pas comment cette règle s'articule avec celle concernant les produits dérivés de gré à gré. Deux interprétations sont possibles. La première est cumulative : le ratio de 10 % doit se calculer par rapport à l'ensemble des transactions de gré à gré (opérations sur produits dérivés auxquelles il faut ajouter les opérations de cessions temporaires de titres) conclues par l'Opcvm avec la même contrepartie. Une société de gestion ne saurait avoir un risque de crédit supérieur à 10 % sur une seule contrepartie, et ce, quelle que soit l'opération OTC conclue. La seconde interprétation est alternative : il existerait deux ratios de contrepartie de 10 %, l'un spécifique aux produits dérivés, l'autre propre aux cessions temporaires de titres, qui se calculeraient de façon autonome pour chacune de ces catégories d'opérations. La logique commanderait de retenir la première interprétation alors qu'une première lecture du décret, par son imprécision, ferait plutôt pencher pour la seconde. Par ailleurs, il est intéressant de relever que dans un premier projet de décret de février 2002, il avait été prévu que ces opérations de cession temporaire de titres devaient donner lieu à la mise en place de mécanismes de garantie : une garantie financière pour les prêts de titres et des appels de marge pour les pensions livrées. Cette exigence a finalement disparu au profit de la règle de limitation du risque de contrepartie. Cependant, cette dernière règle incitera assurément les Opcvm à «collatéraliser» leurs opérations, ce qui aboutira indirectement au résultat recherché dans la version antérieure du texte, à savoir la mise en place de mécanismes de garantie.

3. Exigence de documentation des opérations sous une convention-cadre de place

Le décret impose que les opérations de cession temporaire de titres soient, sauf exception motivée, régies par une convention de place, nationale ou internationale (art. 5 bis nouveau). Pour les prêts de titres relevant des art. L. 432-6 et suivants du code monétaire et financier (c'est-à-dire ceux bénéficiant de la neutralité fiscale) et pour les pensions livrées, une telle convention existe et elle est, en pratique, quasi-systématiquement utilisée³⁰. Le recours à ces conventions est l'une des conditions essentielles pour bénéficier des dispositions relatives au mécanisme de résiliation-compensation (plus couramment appelé «*close-out netting*») en cas de défaillance de la contrepartie³¹. En revanche, s'agissant des prêts de titres régis par le Code civil (art. 1892 et s.), il n'existe pas, à l'heure actuelle, de convention cadre de place française³². Pour permettre la conclusion de telles opérations, les Opcvm disposeront de deux solutions : documenter l'opération sous une convention-cadre de place internationale ; ou bien invoquer le bénéfice de l'«*exception motivée*», mentionnée par le décret (art. 5 bis), mais il est bien difficile de deviner ce que recouvre cette notion. La solution la plus satisfaisante serait qu'une convention de place pour les prêts hors loi soit élaborée sous l'égide de la Fédération bancaire française.

III L'assouplissement du régime de certaines catégories d'Opcvm

Si le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié traite principalement des opérations dérivées et des cessions temporaires conclues par tous Opcvm, il modernise également le régime de certains Opcvm spécifiques : les Opcvm à procédure allégée (A), les FCIMT (B) et les Opcvm indiciels cotés (C).

A - Assouplissement du régime des Opcvm allégés

1. Un régime davantage favorable

Il a déjà été évoqué de façon éparse les assouplissements apportés au régime des Opcvm allégés (v. supra). Pour mémoire, ces assouplissements sont les suivants : les Opcvm allégés peuvent engager jusqu'à deux fois leur actif sur les marchés à terme (contre une seule fois auparavant) ; ils peuvent emprunter jusqu'à 100 % de leur actif (contre 30 % auparavant) ; ils sont exonérés de la règle de prise en compte du sous-jacent des produits dérivés dans les ratios émetteurs et de la règle de limitation du risque de contrepartie ; ils ne sont pas soumis aux nouvelles règles encadrant les cessions temporaires de titres. Ces mesures confèrent aux Opcvm allégés un régime plus favorable, sous réserve qu'elles aient été préalablement approuvées par la Cob dans le cadre d'un programme d'activité spécifique.

2. Les perspectives

Ce régime pourrait prochainement encore être assoupli, la Cob envisageant en effet de réduire de moitié le seuil minimal d'investissement initial dans un Opcvm allégé, passant de 500 000 euros à 250 000 euros. Les gestionnaires d'actifs attendent également avec impatience les Opcvm dits «*contractuels*». Seuls ces Opcvm, qui devaient être créés l'année dernière dans le cadre d'un projet de loi DDOEF³³, offriront aux sociétés de gestion françaises de disposer d'un véhicule *ad hoc* leur permettant de concurrencer d'autres places internationales (Dublin ou le Luxembourg).

B - Allègement du ratio de liquidités des FCIMT

1. Une réforme utile

Les Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT), comme leur nom l'indique, ont vocation à prendre des positions sur des marchés d'instruments financiers à terme. Cependant, pour atténuer le levier important à ces marchés, et afin de protéger les porteurs du FCIMT, l'article L. 214-42 du Code monétaire et financier précise que le FCP doit détenir en permanence un pourcentage de liquidités. Jusqu'à la réforme du décret (art. 13), ce ratio de liquidités était fixé à 50 % de l'actif. La réforme abaisse dorénavant ce ratio à 40 %. Cela signifie que les FCIMT pourront désormais placer 60 % de leur actif sur les marchés à terme. Bien que le précédent ratio offrait, dans la plupart des cas, une certaine souplesse aux gérants des FCIMT, il est apparu que certains fonds, outre les interventions sur les marchés à terme réglementés, intervenaient également de manière significative sur les marchés OTC (change et taux essentiellement), exigeant par définition des garanties importantes. Or, l'ancien ratio de liquidité était, dans ces cas précis, difficile à respecter de la part du fonds.

2. Une réforme insuffisante

Cette réforme des FCIMT est appréciable, mais le développement de ce type de fonds restera limité tant que leur commercialisation se trouvera soumise par la réglementation à une interdiction absolue de démarchage et de publicité en France (art. L. 214-42 du Code monétaire et financier). Seule une réforme législative revenant sur cette interdiction serait de nature à promouvoir, selon nous, ces fonds en France.

C - Elargissement de la fourchette de fluctuation pour les Opcvm indiciels cotés

La réglementation Opcvm prévoit, depuis l'entrée en vigueur du décret n° 89-624, la possibilité de faire coter les Opcvm. Cependant, cette possibilité ne pouvait pas être effectivement utilisée car les conditions d'admission à la négociation, notamment en termes d'information,

n'étaient pas réglementées par la Cob. L'acquisition des actions ou parts d'un Opcvm se faisait donc à la valeur liquidative (VL). En novembre 2000, le Règlement Cob n° 98-01³⁴ a été modifié pour permettre la cotation de ces Opcvm, mais en précisant que ces Opcvm cotés ne pouvaient être que des Opcvm indiciels³⁵. Ces Opcvm cotés peuvent être acquis soit à leur valeur liquidative, soit, et c'est leur intérêt majeur, directement sur le marché boursier. La contrainte posée par la réglementation consistait à obliger ceux qui gèrent ces produits à s'engager à intervenir en bourse de façon à ce que le cours de bourse ne s'écarte pas de plus de 1,5 % de la valeur liquidative. Des «trackers» ou «Exchange Traded Funds» (ETF) ont alors été lancés permettant de répliquer la performance d'un indice boursier (CAC 40, Dow Jones...) ³⁶. Le décret modifié consacre l'exigence de la Cob sur le caractère indiciel des Opcvm cotés en l'élargissant quelque peu puisqu'il est prévu que ne pourront être cotés que les Opcvm dont l'objectif de gestion est fondé sur un indice. Il élargit la fourchette de fluctuation en retenant que l'écart maximum ne pourra être supérieur à 5 %. Il reviendra à la Cob de fixer, au cas par cas, «l'écart maximum acceptable au regard des caractéristiques des actifs de ces organismes et des marchés sur lesquels ils sont cotés» (art. 1^{er} nouveau du décret). Cet élargissement devrait notamment favoriser la cotation d'Opcvm fondés sur des indices dont la volatilité ne permettait pas de respecter la fourchette de 1,5 %, notamment les Opcvm répliquant la performance d'indices sectoriels. Enfin, le décret modifié indique que l'admission à la négociation des Opcvm suppose qu'ils soient autorisés à la commercialisation en France, l'idée de cette disposition étant de ne pas favoriser les Opcvm étrangers par rapport aux Opcvm français.

IV La modification de l'autorisation d'introduction et de commercialisation d'Opcvm étrangers en France

Le décret modifié restreint le champ d'application de l'autorisation du Trésor (a) et modifie les conditions d'autorisation de la Cob (b).

1. Restriction du champs d'application de l'autorisation du Trésor

a) Une autorisation désormais requise pour les seuls Opcvm hors OCDE.

Dans sa précédente rédaction, le décret disposait que tout Opcvm originaire d'un État non membre de la Communauté européenne ou non partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE), devait, préalablement à son introduction en France, obtenir du ministre de l'économie une autorisation préalable³⁷. Cette autorisation ne s'applique plus désormais qu'aux seuls Opcvm originaires d'un État non membre de l'OCDE ou d'un territoire relevant d'un État membre de l'OCDE et désigné par elle comme étant soumis aux stipulations de cette convention (par ex., Jersey). Il reste à déterminer précisément ce que recouvre la notion d'«introduction» pour l'application du

présent décret. Si l'on se réfère au décret n° 89-938 du 29 décembre 1989 réglementant les relations financières avec l'étranger³⁸, l'introduction doit s'analyser comme «l'admission sur négociations d'un marché réglementé, l'émission avec ou sans appel public à l'épargne, le placement ou la vente en France». Par le passé, cette notion a été interprétée comme ayant un sens identique à la notion Cob de commercialisation (cf. infra).

b) Opportunité du maintien de l'autorisation.

L'autorisation du Trésor, qui date de 1989, a été mise en place dans le cadre de la réglementation des relations financières avec l'étranger. Elle couvre aussi bien les parts ou actions d'organismes de placement collectif que tous autres titres. La direction du Trésor projetait, au milieu de l'année 2001, de supprimer cette autorisation. Cependant, suite aux événements du 11 septembre 2001, l'autorisation a été maintenue. Il n'en demeure pas moins que le fondement de cette autorisation nous semble discutable. En effet, son maintien paraît difficilement justifiable en matière de gestion collective : en ce domaine, la Cob dispose d'un bloc de compétence, notamment suite à l'adoption de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996³⁹. Seule la Cob, en tant qu'autorité de tutelle de la gestion pour compte de tiers devrait contrôler la commercialisation des Opcvm étrangers en France.

2. Modification des conditions d'autorisation de la Cob

La commercialisation d'un Opcvm étranger en France doit être autorisée par la Cob. La commercialisation, selon nous, doit s'entendre comme toute méthode active de vente de fonds, faisant appel à une activité de démarchage et/ou de publicité de la part du promoteur desdits fonds⁴⁰. C'est d'ailleurs en ce sens que la directive 85/611/CEE de 1985 appréhende cette notion. Les conditions d'octroi de l'accord de commercialisation par la Cob varient selon que l'Opcvm est coordonné (a) ou non (b) au sens de la Directive 85/611/CEE.

a) Autorisation tacite pour les Opcvm coordonnés.

S'agissant des Opcvm européens coordonnés, les règles d'autorisation de commercialisation ne changent pas. Ils bénéficient à ce titre des dispositions relatives à la libre commercialisation prévues par la directive de 1985. Le décret (art. 14) précise à cet égard que «lorsque l'Opcvm dispose d'une attestation certifiant qu'il remplit les conditions énoncées par la directive 85/611/CEE, cette autorisation est tacite au terme d'un délai de deux mois à moins que la Commission n'ait constaté avant l'expiration de ce délai que les modalités de commercialisation, en particulier les paiements aux participants, le rachat des parts ou actions, ainsi que la diffusion des informations qui incombent à l'organisme, ne sont pas conformes aux règles françaises».

b) Autorisation expresse pour les Opcvm non coordonnés.

Concernant les Opcvm étrangers non coordonnés, européens ou non, il est désormais précisé que l'autorisation sera soumise à la condition que l'Opcvm soit «soumis à

des règles de sécurité et de transparence équivalentes aux règles françaises et qu'un instrument d'échange d'information et d'assistance mutuelle dans le domaine de la gestion d'actifs pour le compte de tiers a été mis en place entre la Commission des opérations de bourse et l'autorité de surveillance de cet organisme».

* *
*

Les dispositions du décret modifié sont entrées en vigueur dès la publication au *Journal Officiel* (le 28 février 2002). En revanche, afin de laisser aux sociétés de gestion le soin de mettre en place de nouvelles procédures internes, le décret prévoit un délai de neuf mois suivant la publication du décret du 28 février 2002, pour appliquer les dispositions nouvelles sur la limita-

tion du risque de contrepartie, sur la prise en considération des actifs sous-jacents des produits dérivés dans les ratios des Opcvm et la nouvelle réglementation relative aux cessions temporaires de titres. En outre, ces dispositions nouvelles ne s'appliqueront pas aux opérations en cours au moment de la publication du décret du 26 février 2002. Le chapitre VI de l'Instruction Cob du 15 décembre 1998, relatif aux modalités de suivi des interventions des Opcvm sur les marchés à terme, devra être modifié pour intégrer cette importante réforme du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989. Par ailleurs, les opérations de dérivés de crédit, qui devaient à l'origine être régies par le décret, font l'objet d'une concertation de place. De même, les swaps de performance suscitent également des discussions entre la Cob et les professionnels ⁴¹. ■

1. Il est, en pratique, courant de désigner ce décret par son numéro (n° 89-624) pour le distinguer du décret n° 89-623, en même date, également applicable aux Opcvm.

2. Publié au *JO* du 28 février 2002.

3. Les sociétés de gestion étrangères qui gèrent un Opcvm français, via une délégation de gestion financière, se trouvent également soumises au présent décret, et ce conformément à l'Instruction Cob du 17 décembre 1996 prise en application du Règlement Cob 96-02.

4. H. Le Nabasque et Ph. Portier, Les instruments financiers, in *La modernisation des activités financières*, *GLN Joly* 1996, sous la dir. de Th. Bonneau, p. 27 ; F. Castres-Saint-Martin Drummond, Le contrat comme instrument financier, *Mélanges en hommage à F. Terré*, *L'avenir du Droit*, *Dalloz*, p. 661 ; Adde *Petites Affiches* du 28 mars 2002, n° spécial, L'utilité de la notion d'instruments financiers.

5. Sur le régime applicable à ces nouveaux instruments financiers : A. Gauvin, La nouvelle gestion du risque financier, *LGDJ* 2000, Préf. A. Pézard.

6. Sur les réformes antérieures, cf. E. Courant, Utilisation des produits dérivés de gré à gré par les Opcvm, *Banque & Droit*, juillet-août 2000, p. 16 ; M. Germain, Les Opcvm, *Brochure ANSA*, 2^e éd. n° 40.

7. La directive de 1985 a été modifiée par les deux directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du 21 janvier 2002 publiées au *JOCE* du 13.02.2002.

8. Cf. E. Courant, Utilisation des produits dérivés par les Opcvm, op. cit.

9. Article L. 214-34 du *Code monétaire et financier*.

10. En pratique, il sera très difficile de se conformer à cette nouvelle exigence si les deux Opcvm sont gérés par des sociétés de gestion distinctes.

11. Sur ce point, cf. F. Bussière, Les aspects juridiques de la gestion alternative, *Banque & Droit* mai-juin 2001, p. 3 ; A. Gauvin, Plaidoyer pour une vraie gestion alternative, *Agefi* du 3 janvier 2002.

12. Cf. chapitre VI de l'Instruction Cob du 15 décembre 1998, qui définit la méthode de calcul de la position à terme nette de l'Opcvm sur les marchés à terme.

13. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, *Litec*, n° 697 ; M.-C. de Nayer et J.-C. Marin, La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme, *Rev. dr. banc.* janv.-fév. 1991, p. 15.

14. En application de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier, «la reconnaissance de la qualité de marché réglementé d'instruments financiers est décidée par arrêté du ministre chargé de l'économie sur la proposition du CMF et après avis de la Cob ainsi que de la Banque de France» ; sur cette notion, cf. J.-G. d'Hérouville, Les marchés réglementés et de gré à gré, in *La modernisation des activités financières*, sous la dir. de Th. Bonneau, *GLN Joly*, 1996, p. 49.

15. Sur la distinction, cf. M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum, Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré, *RJDA* 1997/8-9, p. 679.

16. Directive portant modification de l'article 12 de la directive 77/780/CEE.

17. Article 2 de l'arrêté du 6 septembre 1989.

18. Il est intéressant de relever que la fonction de dépositaire peut être assumée par une entreprise d'investissement habilitée à exercer l'activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, en application de l'article 1^{er} de l'arrêté du 6 septembre 1989 (V. Rapport annuel Cob 1999, p. 128). Or, selon les articles L. 214-16 et L. 214-26 du *Code monétaire et financier*, les dépositaires doivent avoir leur siège social en

France. Les entreprises d'investissement non-françaises sont ainsi exclues ; sur ce point, cf. A. Achard, S. Bremond, M. Le Boursicaud, Faut-il élargir l'accès aux produits dérivés pour les Opcvm, *Agefi* du 12 septembre 2001, p. 26.

19. F. Peltier, L'agrément et le contrôle prudentiel, in *La modernisation des activités financières*, *GLN Joly* 1996, sous la dir. de Th. Bonneau, p. 121.

20. Ce minimum des fonds propres est celui exigé par la directive 2000/12/CE du 20 mars 2000 concernant l'activité des établissements de crédit et son exercice.

21. Sur cette notion, cf. G. Kolifraith, L'annexe AFB «remise en garantie», *Banque & Droit* sept.-oct. 1997, p. 18.

22. G. Kolifraith, L'annexe AFB remise en garantie, Un outil de gestion des instruments financiers à terme, *Rev. dr. banc.* août/septembre 1997, p. 143.

23. Cf. G. Kolifraith et L. Aynès, Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français, *Dalloz Affaires* 1998, p. 1573 et s. ; J.-M. Bossin et D. Lefranc, La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré, *Banque & Droit* juillet-août 1997, p. 3.

24. Contrainte d'autant plus délicate à mettre en œuvre que, en pratique, les Opcvm ont des difficultés à traiter dans le marché face à des contreparties, réticentes à prendre un risque financier, né de l'opération dérivé, sur un Opcvm. Pour surmonter cette difficulté, les Opcvm traitent souvent directement avec quelques contreparties (dont le dépositaire des Opcvm).

25. Les Opcvm garantis ou assortis d'une protection représentent une partie importante du marché actuel de la gestion d'actifs. Selon la Cob, ces Opcvm représentaient, en termes d'encours, 38,4 milliards d'euros au 19 février 2002.

26. Publiées au *JOCE* du 13.02.2002 ; relevons que la directive 85/611/CEE pose le principe de limitation de risque de contrepartie à 10% sur une même contrepartie, à condition que cette dernière soit un établissement de crédit. A défaut, ce risque est ramené à 5% sur une contrepartie non bancaire. Cette distinction n'est pas reprise par le décret modifié.

27. Cf. F. Auckenthaler, La pension après la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, *Banque & Droit* juillet-août 1998, p. 11 ; la Cob, dans son rapport annuel 1991 (p. 212), recommandait aux Opcvm que «compte tenu des risques attachés au réméré, il apparaîtrait souhaitable que cette technique cède progressivement la place au prêt de titres et à la pension-livrée».

28. F. Bussière, les aspects juridiques de la gestion alternative, op. cit.

29. La nouvelle rédaction de l'article 6 du décret fait naître une ambiguïté. En effet, à la lecture de cette disposition, la soumission à la Cob d'un programme d'activité spécifique concerne également le ratio de prêt, inchangé pourtant avec l'adoption du décret du 26 février 2002 (100% de l'actif). Or, par le passé, les sociétés de gestion n'ont jamais été amenées à remplir un programme particulier pour bénéficier de ce ratio. Si cette interprétation était confirmée, cela constituerait un durcissement de la réglementation sur ce point.

30. Sur la présentation de ces différentes conventions, cf. P. Gissinger, H. Blanc-Jouvan et H. Ekué, Les cessions temporaires de titres, Les essentiels de la banque, *Banque éditeur*, p. 99.

31. Sur la reconnaissance récente du global netting par la loi du 15 mai

2001, cf. A. Caillemer du Ferrage, Le rêve familial du *global netting* à la française ; la réforme de l'article L. 431-7 du *Code monétaire et financier* par la loi NRE, *Banque & Droit* sept.-oct. 2001, p. 3.

32. Sur le régime de ces opérations : H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, n° 834 et s. ; Y. Guyon, Le régime juridique des prêts de titres, *Rev. dr. banc.* mars-avril 1998, p. 77.

33. Sur ce projet de loi, cf. F. Bussière, Chronique Gestion collective, *Banque & Droit* mars-avril 2001, p. 39.

34. Relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée. La modification de ce Règlement Cob a eu lieu avec le Règlement n° 2000-07.

35. Articles 12-7 et 39-1 Règl. Cob n° 98-01.

36. S. Neuville, Les trackers (perspective juridique), *D.* 2001, p. 2730 ; A. Cousin et J. Albert, Les fonds ETF, structures d'investissement novatrices. Présentation juridique, financière et fiscale des Exchange Traded Funds, *Rev. dr. banc.* 2000, p. 377.

37. Sur le régime antérieur, cf. J.-M. Bossin, La commercialisation des Opcvm étrangers en France, *Banque* janv. 1992, p. 43.

38 Th. Jacomet, Th. Gontard et J. Letang, *Bull. Joly* mars 1990, §70, p. 241.

39. M. Germain et M.-A. Noury, La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, *JCP éd. G* 1997, I, 4022.

40. La Cob a déjà eu l'occasion de retenir une telle conception, cf. en ce sens *Bull. mensuel Cob* n° 332 de fév. 1999 : selon la Cob, «*compte tenu de la loi du 23 décembre 1988 relative aux Opcvm et des textes réglementaires pris en application, la Cob doit autoriser toute commercialisation active d'Opcvm en France, qu'il y ait appel public à l'épargne et quel que soit le type d'investisseur. En revanche, la commercialisation passive (sans publicité ni démarchage, c'est-à-dire sur demande de l'investisseur) n'aura pas à être autorisée*».

41. Cf. *Bull. Cob* novembre 2001, n° 362, p. 9, Les XI^e entretiens de la Cob : la protection de l'épargne face au développement des marchés financiers, Quelle protection pour les clients de la gestion ?