

# Chronique de *Gestion Collective*



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

## Décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003.

Le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003<sup>1</sup> vient modifier profondément le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989. Ce texte, important pour les praticiens, poursuit un double objectif : d'une part, continuer la transposition de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985, telle que modifiée par les deux directives 2001/107/CE et 2001/108/CE<sup>2</sup>, et déjà initiée par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>3</sup> et, d'autre part, poursuivre la modernisation du cadre réglementaire français de la gestion collective, notamment par la création de nouveaux OPCVM. Nous ne reprendrons dans le cadre de la présente chronique que les principales nouveautés issues du décret du 21 novembre 2003<sup>4</sup>.

**Nouveaux actifs éligibles.** Parmi les actifs éligibles en portefeuille des OPCVM figurent désormais les dépôts (art. 1<sup>er</sup> du décret n° 89-623). Nouveauté posée par la loi de sécurité financière (art. L. 214-4 nouveau du Code monétaire et financier), ces dépôts doivent remplir cinq conditions pour être réalisés par un OPCVM (art. 2-1 décret modifié) : i) ils doivent être effectués auprès d'un établissement de crédit, ii) ils doivent être conclus conformément à une convention-cadre de place française ou internationale approuvée par l'AMF ; à l'heure actuelle, il convient de relever que cette convention n'existe pas, iii) le terme du dépôt doit être égal ou inférieur à douze mois, iv) les dépôts peuvent être remboursés ou retirés à tout moment à la demande de l'OPCVM, et ce, pour garantir la liquidité de l'OPCVM, v) la somme versée en réponse à une demande de remboursement, y compris intérêts éventuels, est supérieure ou égale à la valeur initiale du dépôt. Cette dernière condition, qui ne figure pas dans la directive OPCVM modifiée, exclut donc tout dépôt risqué. Un OPCVM peut investir 100 % de son actif dans des dépôts,

étant précisé qu'un dépôt placé auprès d'un même établissement ne peut représenter plus de 20 % de son actif. Les dépôts doivent dans tous les cas être distingués des liquidités détenues par les OPCVM « pour les besoins liés à la gestion des flux » (art. 2-2 nouveau du décret modifié). Bien que prenant également la forme de dépôts, ces liquidités, à la différence des dépôts visés à l'article 2-1 du décret, doivent demeurer accessoires dans la gestion de l'OPCVM et ne se trouvent soumises ni à l'exigence d'une convention-cadre de place ni à celle tenant à la garantie de rémunération du dépôt.

Les instruments du marché monétaire figurent également parmi les nouveaux actifs éligibles à l'actif d'un OPCVM (art. 2-II décret), pour autant qu'ils répondent aux conditions suivantes posées par le décret n° 89-623 modifié. Tout d'abord, ils doivent être soumis à un contrôle public particulier visant à protéger les détenteurs des titres. Ce contrôle prend en l'occurrence la forme d'une supervision de l'émission par une autorité de tutelle. Cette première condition, qui n'apparaît pas dans la directive OPCVM de 1985, peut surprendre. Outre le fait que les OPCVM sont des investisseurs qualifiés<sup>5</sup> qui, par définition, n'ont pas besoin d'une protection particulière, cette exigence exclut de facto les titres de créances non surveillés par une autorité de tutelle, et principalement les *Euro-commercial paper* (ou ECP)<sup>6</sup>, qui restent cantonnés à hauteur de 10 % de l'actif<sup>7</sup>. Par ailleurs, l'émetteur doit rédiger un document d'information portant sur sa situation économique et financière et sur le programme d'émission. En outre, les titres de créance doivent faire l'objet d'un enregistrement en compte et de procédures de règlement livraison dont la sécurité et le bon fonctionnement sont contrôlés. Enfin, l'émetteur doit relever expressément d'une catégorie définie par le décret (État, entité dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, établissement soumis à une surveillance prudentielle, émetteur garanti,

1 Publié au JO du 22 novembre 2003 ; V. P. Zariffa, S. Brémond et A. Achard, *OPCVM et marché de gré à gré : panorama de la réglementation applicable*, L'Agefi du 20 janvier 2004, p. 2.

2 F. Bussière et E. Courant, *La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985*, Banque & Droit novembre-décembre 2002, p. 6 et Banque & Droit mai-juin 2003, p. 14.

3 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 ; J.-B. Lenhof, *La réforme des organismes de placement collectif*, in La loi de sécurité financière, Petites Affiches 14 novembre

2003, n° 228, p. 31. L. Dumoulin, *Les OPCVM dans la loi de sécurité financière*, Droit et patrimoine, n° 121, décembre 2003, p. 81.

4 Compte tenu de l'importance de ce texte pour les sociétés de gestion de portefeuille, une étude complète sera fournie dans une prochaine livraison de Banque & Droit.

5 Décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998.

6 C. Burford et S. Bremond, *Quelle place pour les Euro Commercial Papers dans les OPCVM coordonnés ?*, L'Agefi du 19 juin 2003, p. 2 ; S. Hindle Barone, *Financement à court terme : vers un marché du papier commercial paneuropéen*, Banque Magazine n° 648, juin 2003, p. 40.

autre entité soumise à des règles de protection de l'investisseur). À la lecture de ces conditions, les instruments du marché monétaire éligibles recouvrent principalement en France les TCN.

**Instruments financiers à terme et opérations d'acquisitions/cessions temporaires de titres.** Le décret érige des conditions communes aux instruments financiers à terme et aux acquisitions et cessions temporaires de titres<sup>8</sup> (pension, prêt de titres)<sup>9</sup>, reprises pour l'essentiel du décret dans son ancienne rédaction. Le décret du 21 novembre 2003 apporte néanmoins des précisions sur ce régime commun. Si l'article 4-4 du décret modifié conserve les dispositions relatives au risque de contrepartie, telles qu'issues du décret du 26 février 2002<sup>10</sup>, il faut relever que les OPCVM à formule, qui bénéficiaient d'un régime dérogatoire sous le régime antérieur, se trouvent désormais soumis au régime général. On relèvera par ailleurs que le décret définit, et c'est une innovation dans la réglementation sur la gestion collective, l'effet de levier comme « *le rapport entre les variations de la valeur de marché des instruments financiers à terme détenus et les variations de la valeur de marché de leurs sous-jacents, en tenant compte de la contribution de ces sous-jacents au profil de risque de portefeuille* ». Enfin, pour le calcul de l'effet de levier, le décret dispose que les sous-jacents à ces opérations ne peuvent être que des actions, des titres de créances, parts d'OPCVM et de FCC. Sont exclus cependant de ce domaine les instruments financiers à terme (quid des swaptions?).

Outre ce régime commun, le décret définit des conditions propres aux instruments financiers à terme, déjà existantes, pour l'essentiel, sous le régime antérieur. La principale innovation est la transposition en droit interne des dérivés dits intégrés (ou *embedded derivatives*). Ils sont définis comme un instrument financier (action, titre de créance ou parts de FCC) qui comporte, totalement ou partiellement, un instrument financier à terme (art. 4-7 nouveau du décret). Pour ces dérivés intégrés, l'instrument financier à terme doit être pris en compte pour le calcul du risque de contrepartie, du ratio d'engagement sur les marchés à terme, du calcul du sous-jacent dans le ratio émetteur, de la contrepartie éligible. À travers cette disposition, se manifeste la volonté d'éviter un contournement des ratios de composition d'actifs, via un titre comportant un produit dérivé. En l'absence de liste des dérivés intégrés, la difficulté principale consistera à définir avec précision quels sont les instruments relevant de cette nouvelle catégorie. On songe notamment aux *credit linked notes* (CLN).

S'agissant des opérations d'acquisition et de cession de titres, le décret du 21 novembre 2003 apporte quatre innovations importantes. En premier lieu, si un OPCVM peut toujours céder 100 % de son actif, il ne peut désormais acquérir des instruments financiers que dans la seule

limite de 10 % de son actif, contre 100 % sous le régime antérieur (du moins pour les pensions). Ce seuil de 10 % peut néanmoins être porté à 100 %, à condition que les titres pris en pension ne fassent l'objet d'aucune opération de cession (temporaire ou non) ou de remise en garantie. En second lieu, et par souci de transparence, ces opérations sont dorénavant prises en compte pour l'application des règles générales de composition de l'actif, des ratios d'emprise, de règles d'exposition au risque de contrepartie et des règles d'engagement. Par ailleurs, les cessions temporaires de titres devront pouvoir être dénouées à tout moment à l'initiative de l'OPCVM. Enfin, ces opérations de cession doivent être obligatoirement documentées sous une convention-cadre. Sous le régime antérieur, une dérogation à cette obligation de documentation était prévue en cas « d'exception motivée »<sup>11</sup>, notion vague qui n'avait d'ailleurs jamais été précisée. Les OPCVM existant au 22 novembre 2003 et réalisant des opérations de pension ont jusqu'au 31 décembre 2004 pour se conformer aux nouvelles dispositions.

**Règles applicables à certains OPCVM.** Le décret de novembre 2003 s'attache enfin à préciser les modalités de fonctionnement de certains OPCVM. Ainsi, s'agissant des Fonds d'investissement de proximité (FIP), créés avec la loi pour l'initiative économique du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>12</sup>, le décret n° 89-623 modifié (art. 10-5) définit la notion d'activité exercée principalement par une PME figurant dans la zone géographique choisie par l'OPCVM. S'agissant des OPCVM d'OPCVM, le décret transpose les dispositions nouvelles de la directive OPCVM de 1985 (art. 13 et s. du décret modifié). Un fonds de fonds peut investir la totalité de ses actifs dans les OPCVM français et européens coordonnés. Il peut également investir, mais seulement à hauteur de 30 % de son actif, dans des OPCVM à formule et OPCVM indiciaires non coordonnés, en OPCVM à règles d'investissement allégées et en OPCVM étrangers non coordonnés. Reprenant les ratios instaurés par la directive OPCVM de 1985, un OPCVM d'OPCVM ne peut investir plus de 20 % de son actif sur un même OPCVM, contre 35 % sous l'ancien régime. Le ratio d'emprise passe de 35 à 25 % avec la réforme du décret. Néanmoins, ces ratios étant ceux imposés pour bénéficier du label européen d'OPCVM coordonné, le décret reconnaît la possibilité aux fonds de fonds non coordonnés d'être astreints à des ratios plus souples<sup>13</sup>.

S'agissant des OPCVM maîtres/nourriciers, on se souvient que le décret du 26 février 2002 avait reconnu expressément aux OPCVM nourriciers le droit de recourir aux produits dérivés, à condition notamment que ces instruments financiers ne modifient pas substantiellement l'orientation du nourricier par rapport à celle du maître. Le décret de novembre 2003 supprime cette condition. Les nourriciers permettront en conséquence aux sociétés de gestion de décliner une gamme de gestion à partir d'un seul OPCVM maître.

7 Article 3-7° du décret n° 89-623 modifié.

8 C. Karyotis, *Les repo, indispensables pour les marchés de capitaux*, Banque Magazine n° 650, septembre 2003, p. 54.

9 Dans sa rédaction antérieure, le décret visait également les opérations assimilées aux cessions temporaires de titres (ex. vente à réméré). Il est intéressant de relever que cette notion disparaît dans le décret modifié.

10 V. F. Bussière et E. Jardel, *La réforme du décret OPCVM n° 89-624 du*

6 septembre 1989, Banque & Droit mai-juin 2002, p. 3.

11 F. Bussière et E. Jardel, *La réforme du décret OPCVM n° 89-624 du 6 septembre 1989*, op. cit.

12 F. Leplat, *Rev. dr. banc.* novembre-décembre 2003, n° 6, p. 394; Banque & Droit novembre-décembre 2003, p. 38, F. Bussière.

13 Article 13-2 décret modifié, permettant aux OPCVM d'OPCVM non coordonnés d'investir 50 % de l'actif sur un même OPCVM et de bénéfi-

Un des apports essentiels de la loi de sécurité financière est la création des OPCVM à règles d'investissement allégées<sup>14</sup>. A mi-chemin entre les OPCVM de droit commun et les OPCVM contractuels, ils présentent la particularité de bénéficier de ratios d'investissement plus souples que ceux applicables aux autres OPCVM agréés. Le décret pose un régime général à tous les OPCVM à règles d'investissement allégées. En premier lieu, le ratio « autres valeurs » est fixé à 50 %, contre 10 % pour un OPCVM agréé. En second lieu, ces OPCVM peuvent investir jusqu'à 35 % en titres de créance ou actions d'un même émetteur et 50 % sur un même OPCVM. Le ratio d'emprise est porté à 35 %. Outre ce régime général, le décret institue un régime dérogatoire en faveur des OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier (art. 14-3 décret modifié). Ces derniers ne sont pas en effet tenus de respecter les dispositions relatives à la limitation du risque de contrepartie, à la prise en compte des actifs sous-jacents des produits dérivés dans le calcul des ratios émetteurs et celles tenant aux limites imposées désormais aux cessions et acquisitions temporaires de titres. La gestion de ces OPCVM est subordonnée à la présentation d'un programme d'activité spécifique à déposer avant le 31 décembre 2004. Enfin, le décret décline une troisième catégorie d'OPCVM à règles d'investissement allégées : les OPCVM de fonds alternatifs. Dédiés à la multigestion alternative, ces OPCVM peuvent employer la totalité de leur actif dans des OPC alternatifs, français ou étrangers. Le décret formalise en l'occurrence le relevé de décisions de la Cob publié le 3 avril 2003<sup>15</sup>. Les critères d'éligibilité des fonds alternatifs étrangers devront être déterminés par le Règlement général de l'AMF, étant précisé que le relevé de la Cob d'avril 2003 avait déjà dressé 11 critères que devaient remplir les OPC étrangers pour être souscrits par cette catégorie d'OPCVM. La société de gestion souhaitant créer ce type d'OPCVM devra préalablement déposer un programme d'activité auprès de l'AMF. Il convient de signaler que les OPCVM contractuels obéissent également à un régime dérogatoire, du fait que leur politique d'investissement est uniquement déterminée par le prospectus. C'est la raison pour laquelle ils ne sont d'ailleurs pas traités dans le décret n° 89-623 modifié.

Suite à la réforme de la directive OPCVM par la directive 2001/108/CE, les OPCVM indiciels peuvent désormais être coordonnés. Pour cela, l'écart type entre la performance de l'OPCVM et l'indice de référence ne doit pas dépasser un montant déterminé par le Règlement général de l'AMF. Les OPCVM indiciels non coordonnés seront également tenus de respecter un écart type, mais le montant devrait être supérieur à celui retenu pour les OPCVM indiciels coordonnés. Par ailleurs, le décret

s'attache à définir les caractéristiques que doit présenter l'indice de référence : il doit être suffisamment diversifié, constituer un étalon représentatif du marché auquel il se réfère et son mode d'établissement et de diffusion doit être satisfaisant. Les OPCVM existant devront se conformer aux nouvelles dispositions avant le 31 décembre 2004.

cier d'un ratio d'emprise de 35 %.

14 F. Bussière et S. Puel, *La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité*, op. cit.

15 Bull. mensuel Cob avril 2003, n° 378, p. 11 ; Banque & Droit mai-juin 2003, p. 42, F. Bussière.