

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



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

Loi de modernisation de l' conomie – Capital investissement – OPCVM à règles d'investissement allégées – OPCVM contractuels

La loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008¹, dont l'ambition est de « stimuler la croissance et les énergies en levant les blocages structurels et réglementaires que connaît l'économie de notre pays »², renferme des dispositions touchant directement la gestion d'actifs. La loi opère une réforme du droit des OPCVM à un double niveau.

Tout d'abord, elle pose des principes généraux devant être précisés et détaillés par voie d'ordonnance dans un délai de 6 mois à compter de la publication de la loi. Ainsi, le Gouvernement est autorisé à prendre des mesures ayant pour objet « de réformer les règles relatives à la gestion collective pour compte de tiers en modernisant les règles applicables aux OPCVM réservés à certains investisseurs, en ajustant le cadre relatif à l'information des porteurs de parts ou actions de ces organismes en vue de faciliter la diffusion des fonds français à l'étranger, en développant des mécanismes permettant à ces organismes de gérer leur liquidité, en écartant l'application à ces organismes de certaines dispositions du Code de commerce et en modifiant le régime des OPC immobiliers réservés à certains investisseurs » (article 152-1-f de la loi). Ces mesures devant être prises par ordonnance ont fait récemment l'objet d'une consultation par le ministre de l'économie, des Finances et de l'Emploi³. Devrait être notamment concernée par cette mesure la possibilité pour un OPCVM de cantonner au sein de son portefeuille certains actifs illiquides, si les circonstances et l'intérêt des porteurs le justifient. Ce serait la reconnaissance, en droit français, de la technique des *side pockets* fréquemment rencontrée dans les fonds étrangers de gestion alternative. Ce cantonnement prendrait la forme d'une scission d cidede par la société de gestion, non soumise à l'agrément de l'AMF. On notera,

s'agissant des SICAV, que la scission doit être soumise à l'assemblée générale extraordinaire, ce qui en pratique rendra difficile la mise en place de cette mesure.

La seconde mesure importante devrait être la reconnaissance des mécanismes de *gates* en faveur des OPCVM à règles d'investissement allégées. Cette mesure, déjà envisagée par le rapport AMF rédigé sous la présidence de Ph. Adhémar sur l'évaluation du cadre de la régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son am lioration⁴, est nécessaire au développement de la multigestion alternative en France. Elle consiste à « prévoir la possibilité pour le gérant de plafonner les rachats, lors de chaque date de sortie, le solde des rachats étant reporté au prorata sur la ou les valeurs liquidatives suivantes »⁵. Comme la technique de *side pocket*, ce mécanisme permet au gestionnaire de souscrire pour le compte du fonds des actifs peu liquides et les revendre dans des conditions satisfaisantes, et ce, sans précipitation. Cette mesure, si elle est retenue, compl tera le dispositif actuel permettant aux gestionnaires français de gérer au mieux la liquidité des fonds alternatifs⁶.

Il est également envisagé, pour les OPCVM RIA et les OPCVM contractuels, d'émettre une catégorie de parts réservées aux gérants (appelées Parts B).   l'image de ce qui est déjà prévu avec les parts de *carried interest* pour les FCPR, cette mesure consiste à associer les gérants à la performance des OPCVM dont ils assurent la gestion. Cette pratique, très courante en gestion alternative, est réclamée, depuis de nombreuses années, par les gestionnaires français pour développer la gestion alternative en France. Elle est aussi, dans certains cas, exigée par les clients. Un cadre fiscal de ces parts B devra être toutefois am nag ⁷.

Enfin, il convient de relever que les gestionnaires de portefeuille sont dorénavant tenus de signer une convention écrite détaillant leur relation avec leur distributeur. En pratique, cette convention de distribution est déjà quasi systématiquement signée. Une ordonnance devra en pré-

1. Loi n  2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, publiée au JO du 5 août 2008.
2. Exposé des motifs, Projet de loi de modernisation de l' conomie, Assemblée nationale.
3. Consultation sur la réforme l gislativ du cadre des organismes de placement collectif, 16 avril 2008, disponible sur le site du ministère de l'économie, des Finances et de l'Emploi. V.  galement le rapport Assemblée nationale (n  908) fait au nom de la commission des affaires économiques, de l'environnement et du territoire sur le projet de loi, par J.M. Charié, 22 mai 2008 ainsi que l'avis n  905 présenté par N. Forissier, au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan.

4. Revue mensuelle AMF n 40 octobre 2007, p. 17; Banque & Droit n  116 novembre-décembre 2007, p. 55.

5. Rapport AMF Adhémar, préc., p. 44.

6. V. déjà la modification du règlement général AMF par l'arrêté du 10 mai 2006 introduisant des règles spécifiques aux OPCVM RIA pour le calcul de leur valeur liquidative: Banque & Droit n  108 juillet-août 2006, p. 43.

7. V., s'agissant des FCPR, l'Instruction fiscale de la DGI 5 1-2-02 du 28 mars 2002.

ciser le contenu, notamment pour définir l'obligation d'information de la société de gestion à l'égard de son contractant et encadrer l'établissement des documents promotionnels distribués aux épargnants.

Par ailleurs, la loi de modernisation de l'économie modifie d'ores et déjà certaines catégories d'OPCVM sans attendre l'adoption d'une ordonnance. Le nouvel article L. 214-41-1 assouplit tout d'abord les conditions d'éligibilité des titres à l'actif des fonds d'investissement de proximité (FIP). Il est dorénavant possible que les entreprises, dont les titres sous souscrits par les gérants des FIP, puissent exercer leurs activités dans des établissements situés dans une zone géographique comprenant au plus quatre régions limitrophes. Dans le régime antérieur, cette zone devait se limiter à deux ou trois régions. Cette mesure devrait bénéficier aux régions les moins favorisées économiquement et permettre d'accroître la taille des FIP entraînant en conséquence une diminution des coûts fixes de l'OPCVM. La loi de modernisation de l'économie crée également les FCPR contractuels dont les règles d'investissement et d'engagement, ainsi que les modalités de rachat des parts sont déterminées par le règlement du fonds (nouvel article L. 214-38 du Code monétaire et financier). Les ratios d'investissement applicables aux FCPR « classiques » se trouvent ainsi écartés. Les titres éligibles à l'actif de ce nouvel OPCVM sont déterminés au nouvel article L. 214-38-1 du Code monétaire et financier. L'objectif de cette réforme, après la création des FCPR à procédure allégée par l'ordonnance du 6 mai 2005, est d'offrir à la Place de Paris un véhicule similaire à ceux rencontrés dans d'autres États membres, notamment en Angleterre et au Luxembourg. Comme les OPCVM contractuels apparus avec la loi du 1^{er} août 2003, le fonctionnement des FCPR contractuels est laissé en grande partie à la liberté des parties. La constitution, transformation, fusion, scission ou liquidation du fonds n'est pas soumise à l'agrément de l'AMF, mais seulement déclarée à l'autorité de tutelle. En contrepartie, ils se trouvent réservés aux seuls investisseurs qualifiés. Notons que les FCPI et les FIP ne peuvent être des FCPR contractuels. Un FCPR bénéficiant d'une procédure allégée peut se placer sous le régime des FCPR contractuels qu'avec l'accord exprès de chaque porteur de parts. On relèvera, s'agissant des FCPR allégés, qu'ils peuvent dorénavant investir dans un autre fonds investissant lui-même dans une société. Enfin, il convient de souligner que la loi de modernisation de l'économie clarifie le régime des différentes parts pouvant être émises par un FCPR. Des divergences d'interprétation étaient survenues concernant la compatibilité de l'article L. 214-2 al. 2 du Code monétaire et financier avec l'article L. 214-36-8 du même code. Le premier permet, de manière très générale, l'émission de différentes catégories de parts dans les conditions fixées par le règlement général AMF. Le second est plus restrictif en cantonnant les différentes catégories de parts à celles donnant des droits différents sur l'actif net ou sur les produits du fonds. Une lecture restrictive de ces deux dispositions conduisait de nombreux acteurs à s'interdire de créer des parts dans des situations autres que celles visées à l'article L. 214-3668. Le nouvel article L. 214-36-8 lève toute ambiguïté et renvoie désormais au régime général prévu à l'article L. 214-2 du Code moné-

taire et financier.

Cass. Com 24 juin 2008 – Distribution d'OPCVM – Obligation d'information – Documents commerciaux

La distribution d'OPCVM par les prestataires de services d'investissement continue à nourrir un contentieux important sur le terrain de l'obligation d'information et/ou de conseil⁸. Après les arrêts « Bénéfic »⁹, il convient de citer l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 24 juin 2008¹⁰, dont la presse a largement fait écho¹¹. Comme les arrêts précités du 19 septembre 2006, il met en scène un OPCVM à formule, agréé en 2000 par la COB¹², dont un porteur contestait la performance. En effet, à l'échéance du fonds, la valeur liquidative du FCP était inférieure à la valeur de souscription. Considérant que la banque avait manqué à son devoir d'information, le client assigne son intermédiaire en paiement de dommages et intérêts. La cour d'appel rejette la demande au motif que la notice d'information (aujourd'hui le prospectus simplifié) mentionnait le risque de perte du capital investi encouru par l'investisseur, peu important que la brochure commerciale ne reprenait pas expressément ce risque financier. L'arrêt de la cour est cassé sur le fondement des articles 1147 du Code civil et 33 du Règlement COB n° 89-02. Dans un attendu très général, la Haute juridiction considère que la « publicité délivrée par la personne qui propose à son client de souscrire des parts du FCP doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés ; que l'obligation d'information qui pèse sur ce professionnel ne peut être considérée comme remplie par la remise de la notice visée par la Cob lorsque la publicité ne répond pas à ces exigences ». En l'espèce, la plaquette commerciale remise par la banque énonçait « vous n'avez pas à vous inquiéter des évolutions des marchés financiers ». Y figurait également un diagramme qui n'envisageait à aucun moment une perte financière ; il était d'ailleurs indiqué qu'en cas de baisse de l'indice boursier de référence de 35 %, la performance de l'OPCVM demeurerait légèrement positive.

La position de la Cour de cassation, qui doit être approuvée, nous semble orthodoxe. Elle rappelle aux professionnels de la gestion deux règles essentielles à l'activité de distribution d'OPCVM.

Tout d'abord, l'arrêt souligne à nouveau l'import-

8. F. Bussière, « Droit de la responsabilité civile et gestion collective », in droit de la responsabilité et droit des marchés financiers, Bull. Joly Bourse mai-juin 2007, §64, p. 298.

9. Cass. Com. 19 septembre 2006, Bull. Joly Bourse 2007, §3, p. 24, I. Riasetto et M. Storck, D. 2007, p. 761, H. Synvet, Banque & Droit novembre-décembre 2006, n° 110, p. 46, F. Bussière ; v. également Cass. Com. 30 octobre 2007, Banque & Droit n° 117, janvier-février 2008, p. 48, F. Bussière, RTDCom. 2008, p. 145, M. Storck.

10. D. 2008, p. 1892, X. Delpéch ; H. Causse, « Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine », Rev.dr.bancaire juillet-août 2008, p. 41 ; même revue, p. 43, F.J. Crédot et Th. Samin.

11. V. Le Monde du 25 juin 2008.

12. Le FCP avait été agréé sous la classification d'OPCVM diversifié (V. rapport annuel COB 2000, p. 318).

tance des documents promotionnels dans l'acte de vente d'un OPCVM. Selon une récente étude de l'AMF¹³, seuls 26 % des porteurs d'OPCVM déclarent avoir déjà lu un prospectus d'OPCVM alors que 81 % reconnaissent avoir eu accès à des brochures commerciales, parmi lesquels 61 % considéraient que cette brochure les avait aidés dans la prise de décision d'investissement. Tout document publicitaire doit en conséquence être cohérent avec la stratégie développée par le gestionnaire. Tel n'était pas le cas en l'espèce où la brochure passait sous silence les risques inhérents à la stratégie du fonds. On se souvient que, par le passé, certains tribunaux avaient déjà annulé des souscriptions dans un FCP, sur le fondement de l'article 1109 du Code civil, au motif que les documents commerciaux étaient incomplets, voire contraires au prospectus simplifié de l'OPCVM¹⁴. L'arrêt du 24 juin 2008 énonce et généralise le principe. Même si la publicité, par définition, poursuit un objectif commercial, elle ne doit pas pour autant induire en erreur l'investisseur. Cet équilibre n'est pas toujours facile à trouver en pratique. On relèvera que le prospectus simplifié, dont la remise au client est obligatoire, ne suffit pas à dédouaner le professionnel de sa responsabilité. Si celui-ci émet une documentation commerciale, celle-ci doit être cohérente avec le prospectus tel qu'agrée par l'AMF. Cela est parfaitement logique.

Par ailleurs, s'agissant d'un OPCVM à formule, ce dernier obéit à un régime d'information particulier. Ce type de produit financier rencontre un succès important depuis les années 1990 permettant aux épargnants de concilier au sein d'un seul OPCVM une garantie (de performance ou de capital, totale ou partielle) et un rendement lié généralement aux marchés actions. Toutefois, l'information pour ce type d'OPCVM est différente de celle diffusée pour des gestions classiques. Le choix de l'investissement n'est pas dicté par la qualité de la gestion mais par la formule proposée par le gestionnaire lors de la souscription et dont le résultat sera déterminé mécaniquement à l'échéance de ladite formule. L'important pour le professionnel est donc d'appliquer la formule à différentes situations de marché et fournir ainsi à son client des anticipations. Ce dernier doit en effet disposer d'une information claire et objective. Il est vrai que, dans le cas d'espèce, en 2000, année de la commercialisation de l'OPCVM, la réglementation sur ces FCP structurés était assez embryonnaire. Depuis, de nombreuses dispositions encadrent la distribution de ces OPCVM. Ainsi, dès 2002, la COB a contraint les gestionnaires de ce type d'OPCVM à indiquer aux investisseurs une simulation de rendement la plus défavorable¹⁵. Une classification particulière aux OPCVM à formule a été créée et permet à l'épargnant de mieux identifier le type d'OPCVM qu'il souscrit. En outre, l'autorité de tutelle exerce ses prérogatives de manière stricte sur ces OPCVM¹⁶. Elle

veille notamment à ce que les publicités liées à ces instruments financiers soient cohérentes et n'omettent pas les risques inhérents à ces stratégies¹⁷.

En définitive, cet arrêt s'inscrit parfaitement dans le droit financier issu de la transposition de la directive MIF¹⁸. En effet, aux termes du nouvel article L. 533-12 du Code monétaire et financier, « toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à ses clients, notamment des clients potentiels, présentent un caractère exact, clair et non trompeur ». Le même article ajoute que les prestataires communiquent à leurs clients « les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leur décision d'investissement en connaissance de cause ». La refonte prochaine de la directive OPCVM confirmera assurément ces obligations pesant sur le distributeur d'OPCVM¹⁹. Enfin, relevons l'initiative récente de l'AMF de publier un guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux²⁰ dont l'objectif est de porter à la connaissance des gestionnaires et des distributeurs les pratiques commerciales participant à assurer la qualité de l'information.

Réforme de la directive OPCVM – Proposition du 16 juillet 2008.

Après le livre vert²¹ et le livre blanc²² de la Commission européenne. Celle-ci vient de publier le 16 juillet 2008 sa proposition de révision de la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains OPCVM²³. La dernière refonte importante de la directive date de 2002 et avait notamment consacré, au niveau européen, le statut de la société de gestion de portefeuille, les OPCVM indicels et les fonds de fonds²⁴. Toutefois, face à la croissance de la gestion d'actifs, une

13. V. la lettre AMF de la régulation et gestion d'actifs n°6, 2^e trimestre 2008, p. 3, disponible sur le site Internet de l'AMF.

14. V. CA Paris 14 septembre 1999, Bull. Joly Bourse mai-juin 2000, § 55, p. 267, P. Mousseron ; Banque & Droit n°76, mars-avril 2001, p. 38.

15. V. Relevé de décision COB du 11 décembre 2002 sur les OPCVM à formule, Bull. mensuel COB décembre 2002, n°374, p. 55.

16. V. article L. 214-12 du Code monétaire et financier.

17. V. rappel de l'AMF sur les conditions d'information des souscripteurs des fonds à formule et des fonds mettant en œuvre une gestion structurée, communiqué de presse AMF du 24 mai 2005, disponible sur le site Internet de l'AMF. L'AMF considère, s'agissant des OPCVM à formule, qu'une « attention particulière doit être portée à la présentation équilibrée de la formule et à la cohérence entre le prospectus simplifié et les supports commerciaux ». Elle ajoute que « lorsqu'un fonds n'est pas en mesure de présenter un objectif de gestion de nature à être intelligible pour les investisseurs, l'AMF refusera son agrément ».

18. Sur l'ensemble, V. Th. Granier, « L'évolution du cadre général de la commercialisation des produits financiers », Droit & Patrimoine n°172 juillet-août 2008, p. 28.

19. V. article 72 de la proposition de directive OPCVM du 16 juillet 2008 selon lequel « les informations publicitaires destinées aux investisseurs sont clairement identifiables en tant que telles. Elles sont correctes, claires et non trompeuses et leur contenu est conforme aux informations fournies par le prospectus et par les informations clés pour l'investisseur ».

20. Revue mensuelle AMF n°47 mai 2008.

21. Livre vert du 12 juillet 2005 relatif à l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne, Banque & Droit n°104 novembre-décembre 2005, p. 66.

22. Livre blanc du 15 novembre 2006 sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement, Banque & Droit n°112, mars-avril 2007, p. 53.

23. Proposition disponible sur le site Internet du Parlement européen.

24. Directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du 21 janvier 2002 ; V. F. Bussière et E. Courant, « La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 », Banque & Droit n°86 novembre-décembre 2002, p. 6 ; Banque & Droit n°89 mai-juin 2003, p. 14.

réforme d'ampleur était attendue, tant pour renforcer la concurrence entre les gestionnaires que pour structurer davantage la profession en vue de réaliser des économies d'échelle²⁵. La Commission, via notamment le livre blanc, avait formulé des propositions en ce sens. La proposition du 16 juillet 2008 poursuit un double objectif : améliorer les dispositions déjà existantes dans la directive de 1985 et introduire de nouveaux mécanismes en gestion d'actifs. Schématiquement, les modifications envisagées concernent à la fois les OPCVM et les sociétés de gestion.

S'agissant des mesures touchant directement les OPCVM, il convient de relever quatre avancées majeures formulées par la Commission européenne. La première concerne la reconnaissance des fusions transfrontalières d'OPCVM. Aujourd'hui, de nombreux obstacles, réglementaires et fiscaux, rendent difficiles ces fusions²⁶. Le nouvel article 35 de la proposition de directive pose le principe que les OPCVM, ainsi que leurs compartiments, peuvent fusionner, et ce, quelle que soit leur forme juridique. Ce régime couvre à la fois les fusions nationales et transfrontalières d'OPCVM relevant d'États membres distincts. L'article 36 de la proposition de directive attribue à l'autorité de contrôle de l'OPCVM absorbé le pouvoir d'autoriser la fusion. Elle dispose d'un délai de 30 jours pour autoriser ou non l'opération, notamment pour évaluer la situation des porteurs des OPCVM concernés. Des contrôles assortissent l'opération de fusion : il revient aux dépositaires des OPCVM de vérifier que le projet de fusion est conforme à la directive et aux dispositions régissant l'OPCVM. Ces dépositaires ne devraient pas vérifier que l'intérêt des porteurs est préservé. Les modalités d'évaluation des actifs et le ratio d'échange seront validés par un contrôleur indépendant. Enfin, la proposition de directive prévoit des informations renforcées en faveur des porteurs, notamment ceux de l'OPCVM absorbé. Leur accord n'est requis que si le droit interne l'exige. Dans tous les cas, les porteurs sont en droit de demander le remboursement sans frais de leurs parts avant la fusion. Les coûts de la fusion ne peuvent être supportés par les investisseurs.

La proposition de directive prévoit également la reconnaissance des structures maître - nourricier. L'article 53 de la proposition considère qu'un OPCVM doit être considéré comme nourricier lorsqu'il investit plus de 85 % de ses actifs dans un autre OPCVM (dit maître). Les 15 % restant doivent permettre au gestionnaire du nourricier de gérer ses liquidités. Relevons que le droit français ne définit aucun pourcentage de ce type. Inversement, un OPCVM maître est considéré comme tel par la proposition de directive lorsqu'il compte au moins un OPCVM nourricier parmi ses investisseurs. Les schémas maître - nourricier supposent l'approbation préalable des autorités de tutelle de l'OPCVM nourricier pour autant que certaines conditions soient remplies, notamment que l'OPCVM maître ne soit pas lui-même un OPCVM nourricier et ne détient pas de parts d'OPCVM nourriciers.

Si les dépositaires et les commissaires aux comptes de l'OPCVM maître et de l'OPCVM nourricier sont différents, un accord d'échange doit être également signé entre le nourricier et le maître pour permettre au premier de respecter les exigences posées par la directive. La proposition de la directive encadre également les rétrocessions pouvant intervenir entre les deux véhicules. À cet effet, il est prévu que toutes les commissions obtenues par le nourricier ou son gestionnaire bénéficient directement à l'OPCVM nourricier.

La proposition s'attache également à simplifier les informations à destination des investisseurs, notamment de détail, afin de leur permettre de prendre une décision d'investissement en toute connaissance de cause. L'obligation actuelle pour les gestionnaires ou les distributeurs de remettre le prospectus simplifié avant toute souscription serait remplacée par la remise d'un document succinct contenant des informations clés pour l'investisseur. Ces informations clés seraient les caractéristiques essentielles de l'investissement proposé. Elles comprennent au minimum une brève description de l'objectif de l'OPCVM et de sa politique d'investissement, une présentation de ses performances passées, les coûts et frais liés ainsi que le profil risque/rémunération de l'investissement. Ces éléments doivent être rédigés dans un langage non technique.

La proposition du 16 juillet 2008 entend simplifier et améliorer les règles relatives à la notification pour commercialiser les parts d'OPCVM dans l'Union européenne. Le passeport produit exige une telle notification qui, en pratique, se révèle longue et très formaliste. L'article 88 de la proposition de directive envisage une nouvelle procédure reposant principalement sur la communication d'informations entre autorités de tutelle. La procédure proposée est simple : un OPCVM qui souhaite commercialiser ses parts dans un autre État membre transmet une lettre à son autorité de tutelle, à charge pour cette dernière, après avoir vérifié l'exhaustivité du dossier, de le transmettre à l'autorité de l'État membre d'accueil, attestant que l'OPCVM est conforme aux dispositions de la directive. L'autorité de l'État membre d'accueil ne pourra contester cette autorisation, ni exiger d'autres documents que ceux adressés à l'État membre d'origine.

L'ensemble des modifications envisagées ci-dessus ne peuvent être effectives que si la coopération entre autorités de surveillance européennes fonctionne parfaitement. C'est là également une amélioration suggérée par la proposition de directive. Elle prévoit à cet effet des modalités de communication entre autorités plus rapides, notamment par transmissions électroniques.

La seconde innovation prévue par la Commission est la reconnaissance d'un passeport au profit des sociétés de gestion de portefeuille. Compte tenu de l'importance du thème, et de ses conséquences pratiques, la mesure ne figure pas dans la proposition de directive du 16 juillet 2008. La Commission a en effet demandé au CERVM (ou CESR) un avis technique²⁷. Une consul-

25. Les économies directes, selon la Commission européenne, pourraient être de l'ordre de plusieurs milliards d'euros (V. proposition du 16 juillet 2008).

26. Banque & Droit n°104 novembre-décembre 2005, p. 66.

27. Courrier de la Commission européenne au CERVM, « Request for Assistance on UCITS Management Company Passport », 16 juillet 2008.

tation du CESR est en cours²⁸. Si la mesure est retenue, elle permettra à un gestionnaire de créer et gérer à distance un OPCVM relevant d'un autre État membre que le sien. Par exemple, une société de gestion française sera en mesure de gérer un OPCVM italien, sans passer par l'intermédiaire d'un gestionnaire italien. Aujourd'hui, ce passeport n'est pas reconnu par la directive OPCVM. Cette dernière pose le principe (article 8) que le gestionnaire et l'OPCVM doivent être régis par le même droit. La reconnaissance du passeport société de gestion soulève un certain nombre de difficultés techniques. Elles sont reprises dans la consultation CESR. Sont notamment évoqués le partage de responsabilité entre autorités de tutelle, les modalités de surveillance permanente de l'OPCVM ou encore le régime disciplinaire applicable à l'OPCVM géré à distance. La reconnaissance du passeport, si elle est validée, permettra aux gestionnaires européens de réaliser des économies substantielles, en leur évitant de créer des filiales dans les États membres ou recourir à la technique de délégation de gestion financière.

Le calendrier retenu par la Commission est serré, puisqu'il est prévu de faire adopter cette réforme par le Parlement européen et le Conseil avant la fin de la mandature actuelle, soit avant juin 2009.

Règlement général AMF – Position AMF – Multigestion alternative

La refonte du règlement général AMF intervenue le 18 mars 2008²⁹, modifiant le régime des OPCVM à règles d'investissement allégées de fonds alternatifs, avait soulevé de nombreuses interrogations pratiques³⁰. Pour mémoire, la principale innovation issue de cette réforme est la modification des critères d'éligibilité des *hedge fund* dans les portefeuilles d'OPCVM français. Ainsi, le nouvel article 411-34 du règlement général AMF substitue quatre principes généraux aux anciens 13 critères. L'AMF, par courrier adressé à l'Association française de la gestion (AFG) le 27 mai 2008 et circularisé auprès des adhérents de l'association, apporte des éléments de réponse aux questions les plus fréquemment posées suite à cette refonte.

Tout d'abord, l'AMF considère qu'une société de gestion ayant obtenu l'agrément par l'AMF de son programme d'activité de multigestion alternative avant le 31 mars 2008 (date d'entrée en vigueur de la réforme) ne doit pas nécessairement le remettre à jour suite à la publication de l'arrêté du 18 mars 2008. Toutefois, précise l'autorité de tutelle, « si elle adapte son dispositif, une mise à jour du dossier est obligatoire ». Cela pourrait être éventuellement le cas si le gestionnaire entend abandonner les 13 critères dans son programme d'activité au profit des critères déterminés dans le nouvel article 411-34 du règlement général AMF.

Par ailleurs, l'AMF considère que la modification d'un prospectus d'un OPCVM de fonds alternatifs pour substituer les nouveaux principes de l'article 411-34 aux 13 critères ne doit pas être nécessairement analysée en une modification substantielle du prospectus donnant lieu à une sortie sans frais au profit des investisseurs. La solution est logique. Le nouveau régime de la multigestion alternative confère une plus grande souplesse au gestionnaire dans le choix des fonds sous-jacents. Il lui revient en conséquence d'apprécier si le profil rendement/risque est modifié. Dans l'affirmative, une faculté de sortie sans frais devra être proposée aux investisseurs³¹.

La troisième interrogation concerne le sort des fonds sous-jacents détenus en portefeuille lors de l'entrée en vigueur de l'article 411-34 modifié. Doit-on considérer que ces actifs sont réputés satisfaire aux principes généraux édictés à cette disposition? Pour sa part, l'AMF estime que « le respect des critères définis à l'article 411-34 [ancienne et nouvelle rédaction] s'apprécie en permanence tant au moment de la sélection que du suivi réalisé par la société de gestion », pour conclure qu'il « appartient à chaque société de gestion, dans le cadre du suivi des investissements réalisés, de s'assurer que les fonds de droit étranger respectent à tout moment les critères du règlement général AMF ». On pouvait, à l'inverse, considérer que le régime ancien étant plus strict que l'actuel, les fonds sous-jacents souscrits avant le 31 mars 2008 répondaient de facto aux conditions posées par l'actuel article 411-34.

Enfin, la référence de l'article 411-34 nouveau au régime des déposataires français ne doit pas conduire, selon l'AMF, « à soumettre la conservation des actifs des fonds d'investissement de droit étranger sous-jacents aux conditions imposées au déposataire des OPCVM de droit français ». Elle a simplement pour objet « de qualifier la notion de conservation telle qu'elle est appliquée aux SICAV et FCP de droit français, à savoir la tenue de compte conservation des instruments financiers [...] et la tenue des positions des actifs autres que les instruments financiers précités et les instruments financiers nominatifs purs ». Cette interprétation de l'AMF est importante. En effet, une lecture restrictive du nouvel article 411-34 pouvait exclure l'investissement d'un fonds de fonds français dans un *hedge fund* étranger³²!

Cette position de l'AMF du 27 mai 2008 est donc la bienvenue en apportant des précisions utiles aux praticiens. Toutefois, elle ne répond pas à toutes les interrogations soulevées par la réforme du nouvel article 411-34 du règlement général. On songe notamment à l'exigence d'une reconnaissance au profit des fonds de fonds de droits réels sur les actifs des fonds sous-jacents (V. nouvel article 411-34), qui reste pour le moins floue. ■

28. CESR, « Call for evidence on the request for advice to CESR on the UCITS Asset Management Company Passport », 17 juillet 2008, disponible sur le site Internet de CESR (www.cesr.eu).

29. Banque & Droit n°119, mai-juin 2008, p. 42.

30. Banque & Droit n°119, mai-juin 2008, p. 42.

31. Article 27-3 Instruction AMF n°2005-01.

32. V. Banque & Droit n°119, mai-juin 2008, préc.