

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIERE
Responsable des
affaires juridiques
Barep
Groupe Société générale

Réglementation des Opcvm « à formule ». Consultation publique Cob du 2 août 2002

Depuis une dizaine d'années, grâce à la maîtrise accrue des produits dérivés par les sociétés de gestion et pour faire face à une forte demande des clients¹, s'est développée la gamme des fonds structurés ou Opcvm « à formule »². Ces produits sont destinés principalement à une clientèle personne physique, souvent distribués par les grands réseaux bancaires. Relevant jusqu'à présent de la réglementation générale relative aux Opcvm à vocation générale, la Cob lance une consultation publique sur la « régulation » de ces fonds³. Cette consultation a pour objet de « *décrire plus précisément la nature et le fonctionnement de ces Opcvm, pour ensuite identifier les questions spécifiques qu'ils peuvent poser et les orientations envisagées* »⁴. Ces axes de réflexion de la Cob sont au nombre de cinq que nous évoquerons successivement⁵.

1. Définition

La Cob, dans sa consultation, propose de définir ces Opcvm comme ceux « *qui s'engagent à délivrer, à une échéance déterminée, une performance conditionnelle en fonction de l'évolution d'un indice, d'un panier d'indices ou de valeurs ou d'une composante de ces indices ou valeurs. Cette performance fait en outre l'objet d'une garantie délivrée par un tiers, la société de gestion ne pouvant pas s'engager sur ses fonds propres vis-à-vis de l'investisseur* ». Cette définition, qui est davantage une description, met en exergue cependant la principale caractéristique de ces Opcvm : le porteur connaît, dès la souscription, le rendement de son Opcvm, à l'expiration d'une période définie, si une condition définie par la notice ou le règlement se réalise. C'est le cas, par exemple, d'un Opcvm offrant X % d'un indice boursier si ledit indice est positif sur une période précisée par la notice. Le capital investi initialement par le client dans l'Opcvm à formule peut par ailleurs être garanti. Ces montages reposent principalement sur une opération de swap par laquelle la contrepartie de l'Opcvm s'engage à fournir la performance promise à une date déterminée. La gestion de ces fonds est donc purement passive⁶, la composition du portefeuille de l'Opcvm n'évoluant pas pendant toute la durée de l'opération de swap. Afin de bien identifier ces produits, la Cob

propose de les appeler « fonds à formule »⁷, bien qu'il ne nous semble pas pour autant nécessaire de créer une nouvelle catégorie spécifique d'Opcvm au sein de la classification actuelle posée par l'Instruction Cob du 15 décembre 1998⁸. En effet, juridiquement, ces Opcvm ne présentent pas de spécificité de nature à justifier la création d'une nouvelle catégorie⁹. Une adaptation de cette classification pourrait, en revanche, être envisagée.

2. L'information des souscripteurs

Si les méthodes de structuration des Opcvm à formule sont souvent financièrement complexes, en revanche, et de manière paradoxale, la compréhension des porteurs du produit proposé est relativement simple. Cependant, le souci de la Cob est d'adapter la notice d'information des Opcvm afin de favoriser une meilleure compréhension par les investisseurs des engagements souscrits. La Directive européenne 85/611/CEE modifiée du 20 décembre 1985 a récemment souligné l'importance d'une information claire et adaptée¹⁰. Sachant que les porteurs des Opcvm à formule sont généralement la clientèle personne physique des grands réseaux bancaires – par définition « non-qualifiée » – la Cob exige déjà que la notice type des Opcvm à formule précise deux points. Tout d'abord, la rubrique « Objectif de gestion » doit « *présenter les grands principes de la formule* ». La rédaction de cette rubrique doit « *rester simple et permettre d'apprécier en une phrase synthétique l'objectif de la structuration* ». S'agissant de la rubrique « garantie » de la notice d'information, l'autorité de tutelle veille déjà à ce que la garantie soit détaillée, « *y compris sous une forme littérale* » et que sa description soit « *accompagnée de tableau (x) d'exemples avec différentes hypothèses de marché* ». Ces exigences doivent permettre au porteur non averti d'être correctement informé du mécanisme proposé par la société de gestion et d'apprécier pleinement les risques encourus lors de la souscription. C'est dans cette perspective que la Cob, via sa consultation publique¹¹, s'interroge sur l'exhaustivité des mentions actuelles des notices des Opcvm à formule au regard de l'obligation d'information des porteurs ou actionnaires et la possibilité de prévoir, le cas échéant, d'autres rubriques. Le contenu de cette obligation d'information demeure en effet toujours délicat à déterminer lorsque l'Opcvm s'adresse à une clientèle non qualifiée, qui examine rarement dans les faits les notices d'information des Opcvm en détail¹². Cependant, des informations complémentaires n'apparais-

sent pas à cet égard souhaitables, au risque de noyer le porteur dans des données techniques. Par ailleurs, l'attention de la clientèle est souvent attirée par des documents publicitaires ou promotionnels. La Cob s'interroge en conséquence sur l'opportunité d'intégrer dans lesdits documents les mentions obligatoires figurant dans la notice d'information¹³, voire de les soumettre à son visa lors de l'agrément d'un Opcvm à formule. Il convient de mentionner que les tribunaux ont déjà eu le loisir de se prononcer sur le contenu des plaquettes commerciales. Par un arrêt en date du 14 septembre 1999¹⁴, la cour d'appel de Paris a notamment considéré que ces documents marketing devaient être conformes aux notices d'information. Si cette exigence de conformité est évidente, il nous apparaît toutefois nécessaire de conserver une grande souplesse en la matière et éviter de « normaliser » autant que possible la documentation commerciale¹⁵. Une soumission à la Cob, dans le cadre de l'agrément du fonds, n'apparaît pas à cet égard nécessaire. Le délai d'agrément des fonds pourrait s'allonger¹⁶ et, de surcroît, la Cob dispose déjà de moyens pour contrôler, a posteriori, la documentation commerciale¹⁷. Enfin, la Cob évoque dans sa consultation¹⁸ l'idée d'établir une « charte de commercialisation » des Opcvm à formule pour « prévenir les risques de commercialisation abusive ou erronée ».

3. Remboursement à tout moment des parts de l'Opcvm

La particularité essentielle des Opcvm à formule réside dans la possibilité pour le client de connaître le rendement de son capital investi, à condition de demeurer porteur jusqu'à une date déterminée. Il n'en demeure pas moins libre de demander le rachat de ses parts à tout moment. C'est pourquoi il est envisagé par la Cob de formaliser l'information dans les notices des Opcvm à formule, notamment sur l'évolution de la valeur liquidative (VL) avant l'échéance garantie¹⁹. S'il est important que le porteur sache que cette VL peut, au cours de cette période, être supérieure ou inférieure à la VL garantie, en revanche, il peut être délicat de fournir la méthode pour calculer cette VL « intermédiaire ». En effet, comme nous l'avons dit, la gestion des Opcvm à formule est passive et repose sur des montages de structuration complexes, peu intelligibles pour une clientèle non avertie²⁰. L'indication de la méthode de calcul de la VL apportera peu à la clientèle en termes d'information. Compte tenu de cette spécificité de gestion, la Cob évoque également dans sa consultation²¹ la faculté pour la société de gestion de fermer la souscription d'un Opcvm à formule. Cette proposition nous semble opportune. Elle permettrait au gestionnaire du fonds de connaître précisément le montant des souscriptions dans l'Opcvm et de retenir, en conséquence, la structuration la plus adaptée pour fournir le rendement promis aux porteurs. En outre, cette proposition est conforme aux droits interne ou communautaire, qui n'interdisent pas cette faculté²².

4. Obligations à la charge de la société de gestion

La consultation de la Cob s'attache également à préciser les obligations des gestionnaires des Opcvm à for-

mule. En l'espèce, le souci de la Cob est de s'assurer que la société de gestion dispose des compétences nécessaires pour structurer l'Opcvm et fournir ainsi la performance indiquée dans la notice. La Cob s'interroge sur l'opportunité d'informer le porteur sur la construction de l'opération de dérivé, notamment sur la probabilité des différents niveaux de performance possible²³. Au regard du profil-type de l'investisseur, il nous semble préférable de détailler les conditions de marché nécessaires pour que l'objectif de performance soit réalisé. Par ailleurs, la Cob s'interroge sur la possibilité d'imposer une procédure particulière à la société de gestion quant à la conclusion de l'opération dérivée sur laquelle reposera la structuration du fonds²⁴. Cette procédure imposerait notamment une mise en concurrence systématique des contreparties, et ce, préalablement à la conclusion de l'opération de swap. Cette mesure assurerait, selon la Cob, l'indépendance de la société de gestion vis-à-vis de la contrepartie. Cette formalisation du choix de la contrepartie peut surprendre. En effet, la conclusion d'une opération à terme obéit déjà à un régime strict qui garantit l'indépendance de la société de gestion²⁵.

5. Gestion du risque et protection des porteurs

Le dernier axe de réflexion posé par la Cob dans sa consultation porte sur le niveau de concordance de la gestion du risque des Opcvm à formule et la protection des porteurs desdits Opcvm. On sait que, depuis la réforme du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 par le décret du 26 février 2002²⁶, un Opcvm est tenu d'intégrer l'actif sous-jacent des produits dérivés dans ses ratios émetteurs. Il est également prévu que les Opcvm doivent désormais diversifier leurs contreparties sur les marchés OTC : celui-ci ne doit pas avoir un risque de crédit supérieur à 10 % de son actif sur une même contrepartie. Ces principes, transposés de la Directive Opcvm modifiée de 1985, assurent une plus grande diversification des risques. Il a été néanmoins prévu expressément des dérogations à ces deux règles, notamment en faveur des fonds à formule²⁷. Pourtant, ces dispositions dérogatoires, « dont la lettre n'est pas limpide » selon la Cob, conduisent l'autorité de tutelle à s'interroger sur l'opportunité « d'étendre l'obligation de division des risques de contrepartie à tous les Opcvm ouverts à tous souscripteurs »²⁸? La réponse nous semble négative au regard du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 récemment modifié. Par ailleurs, la Cob propose d'assortir les Opcvm à formule retenant la règle de division des risques à la date de conclusion du contrat d'une garantie de capital portant sur le montant initial souscrit ou seulement une partie de celui-ci²⁹. À nouveau, les dispositions du décret n° 89-624 sont claires³⁰ et conduisent à écarter cette proposition. La règle de la prise en compte de l'actif sous-jacent au jour de la conclusion du contrat ne se comprend qu'au vu du type de gestion retenu par les gestionnaires d'Opcvm à formule. La gestion du fonds est passive et implique en conséquence une telle mesure. Cette dérogation ne doit pas être en revanche liée à l'existence d'une garantie. La Cob, dans son rapport annuel pour 2001, a d'ailleurs parfaitement mis en exergue le fondement de cette dérogation : « cette adaptation est rendue nécessaire pour les produits tels que les fonds à promesse, par le fait que le suivi à tout instant de la sensibilité de leur valeur liquidative à un sous-jacent particulier n'a pas de

signification »³¹. Enfin, la Cob évoque une adaptation de la règle de dispersion des risques prévue par le décret n° 89-624 en fonction d'orientations adoptées par un Opcvm à formule (existence ou non d'une garantie de capital, structuration de l'Opcvm via une option, fonds à barrière...) ³². Ces orientations, si elles appellent un traitement particulier de la règle de division des risques, devront être davantage définies pour en mesurer pleinement la portée.

Les investisseurs et professionnels devaient répondre avant le 15 septembre 2002 à la consultation publique. Compte tenu de l'importance du marché des Opcvm à formule sur la place de Paris, et de la spécificité de ces produits financiers, ce délai de réponse peut apparaître court. Dans tous les cas, les réponses apportées feront l'objet d'une synthèse que la Cob rendra publique. ■

1 Selon la Cob, un Opcvm à vocation générale agréé sur quatre est actuellement un Opcvm à formule.

2 Sur une présentation de ces produits, cf. C. Mercy et E. Le Brusq, Le marché des produits garantis, *Banque Stratégie* avril 1998, p. 16 ; V. également sur les Opcvm garantis, l'étude de la Cob publiée dans son bulletin d'avril 1992.

3 Communiqué de presse du 2 août 2002. Le document de travail est disponible sur le site web de la Cob (www.cob.fr) et vient d'être publié au Bull. Cob juillet-août 2002, p. 111.

4 Communiqué de presse Cob de 2 août 2002, préc.

5 Ces orientations prennent la forme de douze questions de la Cob, chacune correspondant à une orientation proposée par l'autorité de tutelle.

6 A défaut de définition réglementaire, la gestion passive est généralement présentée comme celle consistant « à suivre le marché, sans utiliser d'anticipation sur son évolution. Elle repose sur le principe suivant lequel les marchés sont parfaitement efficaces, c'est-à-dire que les informations susceptibles d'influencer les cours sont immédiatement intégrées par les marchés financiers » (N. Amenc et V. Le Sourd, Théorie du portefeuille et analyse de sa performance, *Economica*, 2002, p. 14).

7 Question n° 1 de la consultation.

8 Question n° 2 de la consultation.

9 La seule spécificité réside à l'article 2-4 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 qui prévoit une dérogation expresse en faveur des Opcvm garantis ou assortis d'une promesse à la règle de prise en compte, dans les ratios émetteurs, des actifs sous-jacents des produits dérivés.

10 La directive 85/611/CEE, suite à l'adoption de la Directive 2001/107/CE, prévoit la mise en place d'un prospectus simplifié conçu pour être aisément compréhensible par un investisseur « moyen ».

11 Question n° 3 de la consultation.

12 V. sur ce point « Les XI^e entretiens de la Cob. Quelle information pour les clients de la gestion ? », Bull. Cob novembre 2001 ; F. Bussière, *Banque & Droit*, Chronique Gestion collective, mars-avril 2002, p. 43 ; Adde Rapport du médiateur Cob pour 2001, Bull. Cob février 2002.

13 Question n° 4 de la consultation.

14 *Rev. dr. banc.* janvier-février 2000, p. 367, M.-A. Frison-Roche, M. Germain, J.-C. Marin et C. Pénichon ; *Banque & Droit* mars-avril 2001, p. 38, F. Bussière ; Arrêt repris par Rapport annuel Cob 2001, p. 119.

15 En pratique, les documentations commerciales des Opcvm annexent souvent la notice d'information comme complément d'information.

16 Or, la Cob a récemment rationalisé les procédures d'agrément des Opcvm pour accélérer les délais d'agrément : Rapport Cob 2001, p. 123.

17 L'article L. 214-12 du code monétaire et financier dispose en effet que « la Commission des opérations de bourse définit les conditions dans lesquelles les Opcvm doivent informer leurs souscripteurs et peuvent faire l'objet de publicité ». L'article 33 du Règlement Cob n° 89-02 ajoute que « la Cob peut exiger communication de tous les documents établis ou diffu-

sés par un Opcvm. Elle peut en faire modifier à tout moment la présentation et la teneur ». Il convient cependant d'ajouter que la soumission de ces documents commerciaux à l'agrément de la Cob soulèverait une difficulté pour les Opcvm coordonnés. En effet, le respect des conditions de commercialisation s'apprécie au regard de la réglementation du pays d'accueil, et non du pays d'origine (art. 44 de la Directive CEE/85/611 du 25 décembre 1985 modifiée).

18 Question n° 5 de la consultation.

19 Question n° 6 de la consultation.

20 En revanche, il est envisageable d'insérer dans la notice d'information une clause attirant l'attention des porteurs sur le fait que la VL du fonds, avant l'échéance de la garantie, peut être différente de celle garantie.

21 Question n° 7 de la consultation.

22 Cette mesure existe déjà pour les FCPR (V. Instruction Cob du 6 juin 2000 sur les FCPR agréés).

23 Question n° 8 de la consultation.

24 Question n° 9 de la consultation.

25 Le principe d'indépendance de la société de gestion est décliné à travers toute la réglementation relative à la gestion collective (V. notamment l'article L. 214-3 du code monétaire et financier et le Règlement Cob n° 96-03). Ainsi, l'article 10 modifié du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 dispose que « les Opcvm doivent pouvoir à tout moment valoriser de manière précise et indépendante leurs éléments d'actif et de hors-bilan ; 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 ».

26 F. Bussière et E. Jardel, La réforme du décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989, *Banque & Droit* mai-juin 2002, p. 3.

27 Aux termes de l'article 2-3 du décret 89-624, « un Opcvm garantissant une performance, un revenu ou le capital et bénéficiant lui-même d'une garantie, ou faisant bénéficier ses porteurs ou actionnaires d'une garantie, donnée par un établissement de crédit [...] peut décider d'avoir une exposition au risque de crédit sur une même contrepartie supérieure à 10 % de ses actifs ». Selon l'article 2-4, « 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 ». Ces deux exceptions visent les Opcvm à formule, dont la composition du portefeuille est « figée » lors de la conclusion du contrat de swap.

28 Question n° 10 de la consultation.

29 Question n° 11 de la consultation.

30 V. Article 2-4 précité du Décret n° 89-624.

31 Cf. Rapport annuel Cob 2001, p. 115.

32 Question n° 12 de la consultation.