

# CHRONIQUE

## GESTION COLLECTIVE



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

### Commission des sanctions de l'AMF – Société de gestion de portefeuille – Insuffisance des fonds propres – Gestion des fonds propres – Information de l'AMF

La décision de la commission des sanctions de l'AMF du 29 novembre 2007<sup>1</sup> vient rappeler aux professionnels de la gestion d'actifs l'importance croissante de la réglementation « acteur », à savoir celle applicable aux sociétés de gestion de portefeuille<sup>2</sup>. En l'occurrence, une société de gestion, suite à une infraction douanière, se trouvait amenée à payer une somme de 500 000 euros. Il était reproché au gestionnaire de ne pas avoir informé l'AMF de l'existence de ce litige avec l'administration douanière. À l'époque des faits, le règlement COB n° 96-02 (article 16) obligeait toute société de gestion à informer aussitôt la COB « des modifications portant sur des éléments caractéristiques qui figuraient dans le dossier d'agrément initial, concernant notamment l'actionnariat direct ou indirect, la direction, l'organisation et le contrôle »<sup>3</sup>. En outre, selon l'autorité de tutelle, le gestionnaire avait méconnu l'article L. 532-9-2 du Code monétaire et financier, selon lequel une société de gestion doit disposer « des moyens financiers adaptés et suffisants ». Ce grief est écarté par la commission des sanctions au motif, d'une part, que l'article L. 532-9-2, dans sa version postérieure à l'ordonnance du 3 juin 2004<sup>4</sup>, sur lequel se fondait la COB n'était pas applicable aux faits de l'espèce et, d'autre part, qu'il n'est pas établi que la survenance d'un litige avec l'administration douanière pouvait entraîner une diminution du capital social initial. Toutefois, la décision conserve tout son intérêt et rappelle qu'aujourd'hui tout gestionnaire doit informer l'AMF sur l'évolution de ses fonds propres<sup>5</sup>. En revanche, du fait de la signature d'un accord transactionnel en octobre 2004 avec l'administration douanière, le gestionnaire ne disposait pas, au 31 décembre 2004, des fonds propres minimums exigés réglementairement et ne répondait pas

au nouvel article L. 532-9-2, dans sa rédaction postérieure à l'ordonnance de 2004. On relèvera que la commission des sanctions refuse de prendre en considération, pour le calcul des fonds propres, les créances dont la société aurait été titulaire au titre des commissions de souscription et de gestion sur encours. Quand bien même ces créances sont acquises indépendamment de leur paiement effectif, elles ne sont pas expressément retenues pour la détermination des fonds propres par la réglementation AMF<sup>6</sup>.

Il était également reproché à la société de gestion de portefeuille de ne pas avoir respecté les termes de l'article 322-31 du règlement général AMF, selon lequel « les placements réalisés pour les besoins de la gestion des fonds propres ne doivent pas être de nature à mettre en cause le respect des dispositions relatives aux fonds propres minimums définies à l'article 322-8. Pour la part relevant des fonds propres minimums, ces placements doivent être prudents et ne peuvent comporter des positions spéculatives dans des conditions précisées dans une instruction AMF »<sup>7</sup>. En d'autres termes, les fonds propres doivent faire l'objet d'une gestion de bon père de famille, placés, en pratique, dans des actifs peu risqués et liquides comme les instruments monétaires. Or, tel n'était pas le cas selon la commission des sanctions. La part des placements prudents était en effet très inférieure aux fonds propres minimums.

Enfin, l'un des OPCVM du gestionnaire avait fait l'objet de modifications portant sur sa documentation, sa stratégie d'investissement ainsi que son objectif de gestion, sans qu'une information de l'AMF et des porteurs ait lieu. La commission des sanctions rappelle que ces changements, quand bien même ils ne doivent pas être préalablement autorisés par les services de l'AMF, doivent nécessairement être portés à la connaissance de l'AMF et des investisseurs. En revanche, dans le cas d'espèce, il est intéressant de relever que le seul investisseur présent dans l'OPCVM était une filiale du gestionnaire, ce qui, selon la commission de sanctions, permet d'écarter le grief. L'information de ce changement n'était donc pas nécessaire à réaliser dans les formes prévues par l'AMF auprès d'un client « interne », lié à la société de gestion. On peut naturellement présumer que l'investisseur était informé de ce changement. Il n'en demeure pas moins que l'information de l'AMF<sup>8</sup> n'avait pas été assurée ce qui, selon la commission, constitue un comportement sanctionnable. La décision du 29 novembre 2007 est, sur ce point, traditionnelle. Elle rappelle l'importance

1. Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Altivie Asset Management, consultable sur le site Internet de l'AMF.
2. On oppose la réglementation « acteur » à la réglementation « produit », c'est-à-dire celle régissant le fonctionnement des OPCVM.
3. V. Décision de la commission des sanctions AMF 19 octobre 2006, consultable sur le site Internet AMF ; Banque & Droit n° 110, novembre-décembre 2006, p. 47.
4. Ordonnance n° 2004-482 du 3 juin 2004 complétant la transposition des directives 93/22/CE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières et 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.
5. L'article 16 du règlement COB n° 96-02 est repris à l'article 322-22 du règlement général de l'AMF ; Dans tous les cas, une société de gestion doit remettre à l'AMF ses comptes annuels certifiés par un contrôleur légal des comptes dans les six mois suivant la clôture de l'exercice (article 313-59 du règlement général AMF).

6. V. Instruction AMF n° 2006-02 du 24 janvier 2006.
7. V. Article 26 de l'Instruction AMF n° 2006-02 préc.
8. Via sa base « gestion collective » ou GECO, accessible aux gestionnaires de portefeuille.

qu'attache l'autorité de tutelle française à suivre très précisément l'activité des sociétés de gestion.

Pour ces manquements, le gestionnaire est sanctionné d'une amende de 10 000 euros. Le montant relativement faible de la sanction pécuniaire s'explique par le fait que les manquements relevés par la commission « ont été commis sur des durées très courtes et dans des proportions relativement faibles ». En outre, la décision de sanction se trouve publiée au BALO, à la revue de l'AMF ainsi que sur le site Internet de l'autorité de tutelle.

## OPCVM – Délégation de gestion financière – Position de l'AMF

L'AMF vient de publier une position remarquable, en date du 4 mars 2008<sup>9</sup>, concernant la mise en place d'une délégation de gestion financière pour des OPCVM ou des mandats<sup>10</sup>. La délégation de gestion financière constitue aujourd'hui une technique essentielle dans le domaine de la gestion. Elle permet à une société de gestion de confier la gestion d'un portefeuille (OPCVM ou mandat) à un tiers, lui-même habilité à fournir une telle activité<sup>11</sup>. Longtemps, cette technique ne faisait pas l'objet d'une réglementation harmonisée au niveau communautaire. Il a fallu attendre la directive 2001/107/CE<sup>12</sup> modifiant la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985<sup>13</sup> pour qu'un régime juridique commun à la délégation de gestion (financière ou administrative) soit défini au niveau européen. La transposition récente de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) d'avril 2004 a également modifié, à la marge, ce régime<sup>14</sup>. Il n'en demeure pas moins que des incertitudes demeurent sur des aspects précis des schémas de délégation. L'AMF, par sa position du 4 mars 2008, entend ainsi clarifier cette technique sur deux points.

Le premier tient dans l'équilibre qui doit être maintenu entre les activités de gestion financière non déléguées et les activités déléguées. Le principe est inscrit dans la directive OPCVM de 1985 et décliné par l'AMF, dans son règlement général. Ainsi, selon l'article 313-77-1° du règlement général, « la délégation ne peut porter sur la totalité de l'activité de gestion d'OPCVM ». L'article 313-72 ajoute que « toute externalisation d'une ampleur telle que la société de gestion de portefeuille serait transformée en boîte aux lettres doit être considérée comme contrevenant aux conditions que la société de gestion de portefeuille est tenue de respecter pour obtenir et conserver son agrément ». Cette disposition oblige en conséquence les gestionnaires français à doter leur structure de moyens humains et techniques minimums. À défaut d'une telle mesure, il pourrait être tenté pour une société de gestion de domicilier son siège social dans un État moins contraignant et déléguer sa ges-

tion à un tiers<sup>15</sup>. Reste ensuite à déterminer ce que recouvre la notion de boîte aux lettres. L'AMF estime à cet effet que « le poids des activités déléguées ne peut excéder celui des activités non déléguées ». Pour cerner ce dernier critère de l'AMF, à notre sens excessif<sup>16</sup> et, surtout, qui ne figure pas dans la directive OPCVM, il convient, selon l'autorité de surveillance française, de prendre en considération le montant des encours, le nombre de gérants<sup>17</sup>, le nombre de fonds ou encore la répartition du chiffre d'affaires entre gestion déléguée et gestion exercée en direct. L'AMF ne donne pas en revanche de pondération affectée à chacun des critères ainsi énumérés ; elle se contente de rappeler que « la définition d'un critère universel serait en effet illusoire compte tenu de la diversité des situations rencontrées ». En outre, toute définition plus précise serait du ressort du CESR. Faute de quoi, les risques d'interprétation divergente risquent de survenir au niveau européen. On relèvera, en outre, que l'AMF apprécie la notion de coquille vide au regard des seules délégations de gestion financière. Or, selon la directive OPCVM, ce concept doit être également appréhendé au regard d'éventuelles délégations de gestion administratives. Cela signifie, en d'autres termes, qu'une société de gestion déléguant la totalité ou la quasi-totalité de sa gestion financière tout en maintenant en son sein une activité de gestion administrative et comptable ne serait pas nécessairement assimilée, au regard de la directive OPCVM, à une coquille vide. Cette interprétation est d'ailleurs celle retenue par certains États membres, comme l'Irlande, le Luxembourg ou la Grande-Bretagne. L'AMF ne retient pas cette approche, considérant que seule la délégation de gestion financière doit servir de critère.

Le second thème abordé par l'AMF, dans sa position du 4 mars 2008, est la capacité de la société de gestion de portefeuille à contrôler les activités de gestion financières déléguées<sup>18</sup>. Cette faculté de contrôle est cruciale, dans la mesure où le gestionnaire déléguant demeure responsable vis-à-vis des investisseurs et des tiers, et ce, quelle que soit la délégation de gestion financière mise en place<sup>19</sup>. Ce dispositif de contrôle, comme le souligne l'AMF, repose sur un processus d'évaluation de la société délégataire, la mise en place d'un contrôle permanent et juridique approprié et un dispositif de réaction aux anomalies constatées.

Ces principes doivent être appliqués pour l'AMF différemment selon trois cas de figure. Le premier est celui où la société de gestion délègue une gestion dont le profil rendement-risque est proche des stratégies qu'elle met en œuvre en direct. C'est l'hypothèse la plus simple. La société

9. Position publiée sur le site Internet AMF.

10. N'est pas concernée par ladite position la délégation de gestion administrative et comptable d'un OPCVM.

11. Article 313-78 du règlement général AMF.

12. 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.

13. V. Article 5 octies de la directive.

14. F. Bussière et B. Henry, « La directive MIF et la gestion d'actifs », Banque & Droit n° 115 septembre-octobre 2007, p. 5.

15. La reconnaissance prochaine d'un véritable passeport européen en faveur des sociétés de gestion pourrait toutefois clore le débat (V. Banque & Droit n° 112 mars-avril 2007, p. 53, F. Bussière) ; relevons toutefois que ce passeport n'est pas aujourd'hui souhaité par tous les États membres (V. Option Finance 17 mars 2008 n° 972, p. 43, « Sociétés de gestion : le passeport européen menacé ! »).

16. Excessif dans le sens où il semble indiquer que plus de 50 % de la gestion financière doit demeurer chez la société de gestion délégante, ce que n'exigent pas les textes applicables à la délégation (tant au niveau communautaire qu'au regard du droit français).

17. Ainsi, en pratique, l'AMF exige que toute société de gestion dispose en permanence de deux gérants de portefeuilles, alors que cette contrainte organisationnelle ne figure pas dans son règlement général.

18. V. Article 313-77-3° du règlement général AMF.

19. V. Article 313-77-6° du règlement général AMF.

délégante doit alors adapter son dispositif de contrôle pour l'appliquer au délégataire, et ce, de manière aménagée. Le second cas de figure est celui où le gestionnaire délègue à une entité appartenant au même groupe une gestion dont le profil rendement-risque diffère des stratégies qu'elle développe directement. Pour l'AMF, le dispositif de contrôle doit être assuré au niveau du groupe. La troisième situation envisagée par l'AMF est identique à celle mentionnée ci-dessus à la seule différence que le délégataire n'appartient pas au groupe du délégant. Selon l'autorité de surveillance, il appartient alors à la société délégante « de montrer qu'elle reste néanmoins en mesure de contrôler les activités déléguées et de maîtriser les risques additionnels liés à l'externalisation ». Dans ce cas, « l'AMF procède alors à une analyse au cas par cas des schémas proposés ». On regrettera que l'autorité française ne soit pas plus précise quant à la grille d'analyse retenue.

Les professionnels apprécieront que l'AMF officialise sa doctrine interne sur la technique de délégation de gestion financière. Il faudra toutefois veiller à ce que cette doctrine soit identique à celle adoptée par les autres autorités de surveillance européennes, notamment sur la notion de « boîte à lettres ». À notre sens, le CCSR devra se prononcer. Cette doctrine externalisée pourra, comme le souligne l'AMF, obliger certaines sociétés de gestion à adapter leur programme d'activité pour tenir compte des précisions exposées dans la position du 4 mars 2008. En revanche, on relèvera que l'AMF maintient sa position quant aux délégations de gestion alternatives indirectes (OPCVM de fonds alternatifs), telle qu'exprimée dans son relevé de décisions d'avril 2003<sup>20</sup>. En conséquence, elle limite toujours les délégations au profit des seules entités non françaises appartenant au même groupe de sociétés. À défaut, selon l'autorité de tutelle, la société délégante serait « difficilement en mesure d'imposer à la société étrangère hors groupe les obligations de moyens et principes définis dans le recueil de bonnes pratiques » (relevé de décisions précité). Il faut espérer que cette position évolue rapidement. Les travaux européens sur la gestion alternative pourraient accélérer les réflexions sur le sujet.

### Rapport AMF sur les opérations de prêt/emprunts de titres – Situation des OPCVM

Il convient de signaler la publication d'un important rapport de l'AMF sur les opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires, présidé par M. Yves Mansion, membre du collège AMF<sup>21</sup>. Longtemps, le gestionnaire d'OPCVM a été un actionnaire inactif, votant davantage « avec ses pieds » dans les assemblées<sup>22</sup>. Il y joue dorénavant un rôle essentiel, notamment suite à la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, qui l'oblige à voter<sup>23</sup>. Par ailleurs, les OPCVM sont structurellement prêteurs des titres qu'ils détiennent en portefeuille. Il convient en consé-

quence de concilier cette obligation de voter sur des titres, qui peuvent par ailleurs faire l'objet de cessions de titres. En pratique, ces cessions temporaires de titres interviennent en période d'assemblées générales, non pas tant pour permettre à l'emprunteur d'exercer les droits de vote attachés aux instruments financiers, mais pour lui permettre de toucher un dividende. Or, les dividendes sont distribués juste après la tenue des assemblées. Il n'en demeure pas moins que « l'AMF ne peut se désintéresser de pratiques de marché qui confèrent les droits d'actionnaires à un acteur, certes propriétaire des actions au moment de l'assemblée, mais qui n'en assume pas clairement le risque financier » (rapport préc.). Si les prêteurs sont fréquemment des OPCVM, ce sont également des fonds qui se trouvent emprunteurs de titres pour mener, dans certains cas, une politique de droit de vote agressive. Le rapport AMF, qui fait suite au premier rapport Mansion de 2005<sup>24</sup>, formule des propositions tendant à encadrer la dissociation entre propriété juridique et la propriété économique d'un titre<sup>25</sup>. Pour l'AMF, il convient principalement « d'empêcher l'utilisation du prêt de titres dans le seul but de mener une action ponctuelle à l'égard de la société ». En effet, via ces opérations, certains investisseurs acquièrent la qualité d'actionnaire de manière temporaire et peuvent, de ce fait, influencer le déroulement d'une assemblée générale. Or, eu égard à l'économie de cette transaction, ces actionnaires « temporaires » ne supporteront pas nécessairement les conséquences de leur vote. À cet effet, et à la différence du premier rapport Mansion qui préconisait le rapatriement des titres par les OPCVM en période d'assemblée générale, le second rapport recommande l'instauration d'une obligation d'information particulière de l'émetteur à la charge de l'emprunteur, et ce, pour des opérations de cession déterminées avec précision. L'information porterait sur la nature de la cession et sa durée. Elle permettrait une meilleure information de l'émetteur et du marché sur les intentions de l'emprunteur. Cette obligation, selon le rapport, pourrait être renforcée en période d'assemblée générale notamment pour toute personne détenant plus de 2 % des droits de vote suite à une opération de cession de titres. L'information serait délivrée à l'émetteur et à l'AMF. Le non-respect de cette obligation pourrait être la privation des droits de vote attachés aux actions faisant l'objet des opérations de cession.

Il faut saluer le pragmatisme de ces travaux. En effet, ces propositions, si elles devaient être consacrées dans un texte, permettraient aux OPCVM d'utiliser les cessions temporaires dans des conditions normales de marché. Rappelons qu'elles sont nécessaires au fonctionnement des marchés financiers, leur apportant de la liquidité et permettent, pour les gestionnaires, de faire fructifier les instruments financiers détenus en portefeuille. ■

20. Relevé de décisions COB du 3 avril 2003, disponible sur le site AMF ; Banque & Droit n°89 mai-juin 2003, p. 42, F. Bussière.

21. Rapport consultable sur le site Internet de l'AMF.

22. P. Bollon, « Bien gérer, c'est bien voter », Rev.eco.fin. juillet 2001 n°63, p. 153.

23. Article L. 533-4-8° du Code monétaire et financier ; V. 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 ; R. Kaddouch, « L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière », D. 2004, p. 796 ; N. Czuczak, « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », Rev.Soc. 2006-3.

24. Rapport du groupe de travail présidé par Yves Mansion pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France, septembre 2005, Rev. mensuelle AMF n° 17 septembre 2005, p. 11 ; Banque & Droit n° 105 janvier-février 2006, p. 45, F. Bussière.

25. Sur cette problématique, V. Cl. Champaud, « Catégories d'actions ou sortes d'actionnaires », Dialogues avec M. Jeantin, Dalloz 1999, p. 161 ; F.-X. Lucas, « Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur », Rev.dr.banc. 2002, p. 216 ; A. Tadros et A. Dalion, « Quelques réflexions sur la nature juridique des valeurs mobilières donnant accès au capital », Revue droit Affaires Paris II 2007, p. 119.