

La réforme de la gestion alternative, esquisse d'une nouvelle méthode de réglementation financière ?

DU PASSAGE DES TREIZE CRITÈRES AUX QUATRE PRINCIPES



HUGUES BOUCHETEMBLE

Avocat
à la Cour
Kramer Levin
Naftalis &
Frankel

Si le nombre treize est différemment apprécié, il était particulièrement redouté de l'industrie de la gestion alternative. Ce désamour tenait à des raisons, plus prosaïques que symboliques, liées à la rigidité de treize critères auxquels des fonds sous-jacents devaient répondre pour qu'ils puissent composer l'actif d'OPCVM français. Si le nombre quatre, choisi par l'AMF, est sans doute moins chargé symboliquement, il est en revanche moins évident qu'il apaise définitivement les craintes des sociétés de gestion en ce domaine.

L'activité de gestion alternative consiste à créer puis à gérer des OPCVM qui investissent dans d'autres fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative. Ces fonds sont désignés « fonds sous-jacents » puisque la valeur liquidative des parts ou actions de l'OPCVM dépendra étroitement de celles de ces fonds dans lesquels il aura investi. Généralement de droit étranger, et communément dénommés *hedge funds*, ces fonds sous-jacents cherchent à atteindre des performances décorrélatées des indices de marché¹. La gestion utilisée par ces fonds est ainsi dite « alternative » aux méthodes de gestions classiques (utilisation des produits dérivés, de dettes décotées, de titres de marchés émergents, recherche de l'effet de levier, etc.). L'ajout du

préfixe « multi » précise simplement que les OPCVM qui adoptent ces stratégies investissent dans plusieurs fonds sous-jacents, afin de répartir et diversifier les risques liés à de telles activités.

Dans la plupart des pays, le point d'équilibre de cette activité repose sur une règle simple et essentielle qui impose une série de conditions auxquelles doivent répondre les fonds sous-jacents pour qu'ils puissent composer l'actif des OPCVM. En France, cette règle est posée par l'article 411-34 du Règlement général de l'AMF. Véritable « table de la loi » de la profession, dans un domaine pourtant difficile à appréhender pour le régulateur², cette règle dite « règle des treize critères » a ainsi accompagné en France le développement des sociétés de gestion qui se sont dotées d'un programme d'activités leur permettant de pratiquer la multigestion alternative.

Si la nature et la fonction de ces critères n'étaient pas contestées, de même que les règles de bon sens qu'ils imposaient (existence d'un actif et d'un passif propre du fonds, égalité des droits des porteurs ou des actionnaires du fonds ou limitation des engagements des porteurs ou actionnaires à hauteur de leur investissement)³, l'effet dit « couperet » qui en résultait était particulièrement mal vécu par la profession.

1. *Rapport sur l'évolution du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration*, groupe de travail présidé par P. Adhémar, 18 septembre 2007, p 6; F. Bussière, *Les aspects juridiques de la gestion alternative*, Banque et droit, mai-juin 2001, n° 77, p 3 et suivantes.

2. Danièle Nouy, *La supervision indirecte des hedge funds*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 10, avril 2007.

3. L'ancien article 411-34 imposait plus précisément que : 1° les parts ou actions du fonds soient transmissibles par inscription en compte ou par tradition; 2° l'égalité des droits des porteurs ou actionnaires du fonds par catégorie ou classe de parts sur le capital ou sur l'actif soit respectée; 3° le fonds soit titulaire de droits et d'obligations se traduisant par l'existence d'un actif et d'un passif propre; 4° la responsabilité de la conservation des actifs du fonds soit confiée à une société distincte, dûment régulée; 5° la conservation des actifs soit assurée de façon distincte de celle des actifs propres du conservateur et de ses mandataires; 6° que la réutilisation des actifs du fonds soit conditionnée notamment au consentement du fonds et à l'information des porteurs; 7° le gestionnaire du fonds soit enregistré auprès d'une autorité le contrôlant; 8° les comptes du fonds soient soumis à la certification annuelle par un contrôleur légal; 9° les engagements de l'investisseur soient limités à hauteur de son investissement; 10° un prospectus soit établi décrivant les règles de gestion et les règles statutaires du fonds; 11° le fonds établisse une information au moins trimestrielle sur sa gestion; 12° la valeur liquidative ou estimative du fonds soit mise à disposition au moins mensuellement; et 13° soient exclus les fonds créés dans des pays ou territoires non coopératifs figurant sur la liste du GAFI.

Leur automaticité ne permettait pas aux sociétés de gestion de réaliser des investissements dans des *hedge funds* dans lesquels des conditions de garantie leur paraissaient pourtant réunies, bien qu'ils ne respectassent pas la totalité des treize critères. Ce caractère « binaire » des critères, selon qu'ils étaient ou non respectés dans leur intégralité, était d'autant plus critiqué que les sociétés de gestion dépendent largement des informations communiquées par les *prime brokers* pour déterminer si le fonds sous-jacent est réellement conforme aux critères posés par l'article 411-34 du Règlement général de l'AMF.

L'interprétation de ces critères était rendue particulièrement difficile en raison du contexte international de leur mise en œuvre. Certains de ces critères, inspirés directement de nos règles nationales de droit financier, s'adaptaient difficilement aux *hedge funds* étrangers. Notamment, l'exigence d'une transmissibilité des parts ou actions du fonds, l'effet des clauses de *lock-up*, ou les exigences relatives à la réutilisation des actifs du fonds posaient régulièrement problème dans certaines juridictions. Certains critères, par ailleurs évidents, telle que la nécessité d'être soumis au contrôle d'une autorité qui assure la régulation de ces activités et auprès de laquelle il convenait d'être enregistré, avaient montré des difficultés pratiques d'interprétation. C'était notamment le cas pour certains fonds de droit suisse non régulés par une autorité publique. De même, l'AMF avait été contrainte de modifier son Règlement général⁴ pour prendre en considération une décision de la cour d'appel fédérale du District de Columbia⁵ qui avait jugé illégale l'obligation faite à certains fonds de s'enregistrer auprès de la SEC, alors que cette condition d'enregistrement était posée par les treize critères. Certaines associations professionnelles, dont l'AFEI⁶ ou l'AFG, avaient ainsi dû procéder à un véritable exercice d'exégèse sur ces critères au profit de leurs adhérents.

Ces critères avaient ainsi, malgré eux, focalisé une partie des critiques de la profession, et étaient perçus comme un frein à la compétitivité de la place de Paris au regard d'autres places, dont il était estimé, de manière partiellement injustifiée, qu'elles bénéficiaient de règles d'éligibilité des fonds sous-jacents plus souples.

Régulièrement sollicitée par la profession, l'AMF a décidé de mettre en place la commission dite Adhémar, du nom de son président, afin de modifier son Règlement général en ce qui concerne l'application des treize critères. Cette réforme s'inscrivait plus largement dans le cadre des travaux menés en matière de

multigestion alternative au niveau international par l'OICV⁷ et au niveau communautaire par le CESR⁸ ainsi que la Commission européenne⁹.

Parmi d'autres propositions, la commission Adhémar a principalement proposé la substitution¹⁰ de quatre grands principes aux treize critères dont la profession avait demandé la modification. Cette proposition a été suivie par l'AMF et inscrite dans son Règlement général, non sans quelques modifications d'importance, par un arrêté du 18 mars 2008¹¹.

La modification opérée par l'AMF revêt une double importance. (I) À court terme, elle confronte les sociétés de gestion à de réelles difficultés d'interprétation posées par certains des quatre nouveaux principes. (II) Plus profondément, elle est révélatrice de la méthode de réglementation que pourrait choisir d'emprunter l'AMF dans les années futures.

I. DIFFICULTÉS D'INTERPRÉTATION POSÉES PAR LA RÉFORME

Aux anciens problèmes d'interprétation autrefois posés par les treize critères, succèdent de nouvelles difficultés d'analyse auxquelles les sociétés de gestion devront faire face lors de la mise en œuvre des quatre principes. Si les deux derniers principes imposés par le nouvel article 411-34 du Règlement général¹² posent peu de difficultés, les deux principales obligations portant sur l'exigence (a) d'un droit réel des porteurs sur les actifs du fonds (article 411-34-1°) et, dans une moindre mesure, (b) d'une ségrégation des actifs du fonds sous-jacent dans les livres de son dépositaire (article 411-34-2°) sont plus délicates à interpréter.

1. L'exigence d'un droit réel des porteurs sur les actifs du fonds

Le premier principe édicté par l'article 411-34 du Règlement général impose aux sociétés de gestion de ne procéder à des investissements que dans des fonds sous-jacents « dans lesquels les porteurs disposent d'un droit réel sur les actifs du fonds ». Si l'intention voulue par la commission Adhémar, et reprise par l'AMF, de garantir les droits de porteur des OPCVM français tout en laissant une large faculté d'interprétation aux

4. Arrêté du 11 décembre 2006 portant homologation d'une modification du Règlement Général de l'AMF, publié au JORF n° 291, du 16 décembre 2006, p 18997.

5. Décision de la cour d'appel fédérale du District de Columbia du 23 juin 2006, Phillip Goldstein, et al., *Petitioners v. Securities and Exchange Commission*, n° 04-1434, 371 U.S. App. D.C. 358; 451 F.3d 873; 2006 U.S. App. LEXIS 15760; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) p 93, 890. Sur ce point, A. Gauvin et G. Eliet, *Réglementation contestée de la SEC sur les hedge funds*, Revue de droit bancaire et financier, 1^{er} novembre 2004, n° 6, p 433.

6. Désormais dénommée Association française des marchés financiers (AMAFI) depuis le 19 juin 2008.

7. OICV, *Call for Views on Issues That Could Be Addressed by IOSCO on Funds of Hedge Funds*, avril 2007, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD244.pdf>.

8. CESR, *Clarification of the Definitions Concerning Eligible Assets for Investments by UCITS: Can Hedge Funds Be Classified as Financial Indices for the Purposes of UCITS?*, CESR/07-045 ainsi que la recommandation CESR n° 07-434 de juillet 2007.

9. *Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement*, Com(2006) 686, 15 novembre 2006.

10. Il ne s'agit pas au demeurant d'une véritable substitution puisque le principe n° 2 réitére en partie les anciens critères n° 4 et 5, le principe n° 3 s'inspire des critères n° 8, 10, 11, 12 et 13 et le principe n° 4 reprend l'ancien critère n° 13.

11. JORF n° 0076 du 30 mars 2008, p 5388, entrant en vigueur le 31 mars conformément à l'article 1^{er} du Code civil dès lors qu'aucune mesure d'application n'est nécessaire.

12. L'article 411-34-3° qui impose que les fonds sous-jacents « diffusent une information régulière et adéquate et, en particulier, [que] leurs parts ou actions fassent l'objet d'une valorisation appropriée sur une base au moins mensuelle et [soient] soumis à une obligation légale d'audit ou de certification légale au moins annuelle des comptes », et l'article 411-34-4° qui exige que les fonds « ne [soient] pas domiciliés dans des pays ou territoires non coopératifs tels qu'identifiés par le GAFI ».

sociétés de gestion était louable, il semble en revanche que la rédaction de ce premier principe posera de réels problèmes aux équipes juridiques et de conformité en charge de son interprétation.

La rédaction de ce principe pose trois difficultés successives d'interprétation.

(a) Les rédacteurs du texte ont choisi d'accoler les termes de « droit réel » et « d'actifs ». Or, le droit réel ne porte traditionnellement que sur des choses en application de l'article 544 du Code civil¹³. Notion plus financière que juridique¹⁴, un actif ne peut à proprement parler être l'objet du droit de propriété. Communément, la notion d'actif désigne au contraire un « ensemble de biens et droits évaluable en argent qui constituent les éléments positifs du patrimoine »¹⁵. Cette définition est d'ailleurs proche de celle adoptée en ce qui concerne plus spécifiquement la réglementation financière lorsqu'elle oppose l'actif et le passif du fonds¹⁶. Si l'intention du régulateur est bien comprise – viser les titres et créances détenus par le fonds et qui composent son actif – la juxtaposition des termes de « droit réel » et « d'actifs » aurait néanmoins pu être évitée¹⁷.

(b) Plus que le terme « d'actifs », l'interprétation de la notion de « droit réel » apparaît doublement délicate pour les sociétés de gestion.

Il est en effet inexact de faire référence à un droit réel sur les biens qui composent l'actif d'un OPCVM, lorsque cet actif est composé de créances et de titres. Pourtant, la formulation de l'article 411-34 renvoie indirectement à la notion de propriété sur les créances, que la doctrine a depuis longtemps déjà rejetée¹⁸. Une grande partie de la doctrine a également affirmé le caractère inapproprié d'un droit de propriété sur les valeurs mobilières¹⁹. La notion de titularité aurait été sans aucun doute plus juste, les porteurs n'ayant qu'un droit personnel à l'encontre des actifs, par nature incorporels, du fonds.

En outre, lorsque des prérogatives de « propriétaire » des porteurs de parts peuvent être identifiées, comme c'est le cas en matière de FCP, ces prérogatives sont du reste très limitées puisque ces porteurs n'ont aucun pouvoir sur les actifs du fonds lui-même mais uniquement sur les produits des actifs de l'OPCVM²⁰ sans qu'ils puissent, par exemple, s'immiscer dans la gestion du

fonds ou gérer sa liquidation.

Outre ces difficultés d'interprétation, l'utilisation d'une notion aussi civiliste que celle de « droit réel » sera difficilement transposable à des fonds situés dans des pays de Common Law. L'AMF contraint ainsi les sociétés de gestion françaises à effectuer un délicat travail de qualification d'un régime juridique étranger. Or, les équipes opérationnelles des fonds ne sont pas nécessairement formées à une telle analyse, et les plus prudentes, ou celles déjà inspectées par l'AMF, pourraient rechercher à s'entourer d'opinions juridiques pour déterminer précisément l'étendue de leur droit de porteur sur les actifs d'un fonds sous-jacent. L'application de la notion de droit réel à des systèmes de droits étrangers s'avère notamment particulièrement délicate pour les juridictions qui ont recours à la notion de *security entitlement* ainsi que dans le contexte du droit des trusts.

Il semble, à cet égard, que les investissements réalisés dans des *limited liability partnerships* (LLP), dont la commercialisation en France a été reconnue sous certaines conditions par l'AMF²¹, ne soient pas conformes à l'exigence d'un « droit réel » sur les actifs du fonds. Les LLP, dans leur forme usuelle, ne confèrent en effet à leurs associés qu'un seul droit de créance à l'encontre de l'entité juridique.

(c) Une tout autre difficulté est celle de déterminer si ce premier principe doit être interprété plus largement et inclure les « droits réels » des OPCVM sur les parts et actions du fonds sous-jacent qui leur confèrent indirectement un droit sur les actifs de ce fonds. Une réponse négative conduirait à exclure l'ensemble des entités étrangères équivalentes aux SICAV de droit français, dans lesquelles seule la société est juridiquement détentrice d'un droit sur les actifs du fonds et à ne retenir que les entités comparables aux FCP dépourvus de personnalité juridique. Si en théorie la question est d'importance, en pratique les entités étrangères élaborées sur le modèle des fonds communs de placement sont majoritairement utilisées dans la multi-gestion alternative.

Certains éléments semblent privilégier une interprétation large de ce premier principe permettant d'y inclure les droits des porteurs sur les parts du fonds leur donnant indirectement un droit sur ses actifs. D'une part, la formulation initiale utilisée par le rapport Adhémar, et non reprise par l'AMF, faisait plus justement référence à « l'existence et l'opposabilité permanente des droits attachés aux instruments dans lesquels l'actif de l'OPCVM est investi »²², penchant ainsi pour une interprétation large de ce premier critère. En outre, limiter ce premier principe au seul modèle de la propriété des porteurs sur les actifs du fonds semblerait aller à l'encontre de la *ratio legis* de la réforme dont l'objet était,

13. F. Terré et Ph. Simler, *Les biens*, Dalloz, 3^e édition, n° 12 et suivants.

14. T. Bonneau, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue trimestrielle de droit civil, 1991, p 9 et suivantes.

15. Cornu, *Vocabulaire juridique*, 6^e édition, PUF, V° Actif, p 20.

16. T. Bonneau, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue trimestrielle de droit civil, 1991, p 9 et suivantes.

17. L'ancien article 411-34-3° du Règlement général de l'AMF utilisait d'ailleurs le terme de « titularité » du fonds sur les droits et obligations traduisant l'existence d'un actif.

18. Ginossar, *Pour une meilleure définition du droit réel et du droit personnel*, Revue trimestrielle de droit civil, 1962, p 573.

19. Notamment, F-X. Lucas, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bulletin Joly Sociétés, Août-septembre 2000, chronique, p. 765. Contra, D. Martin, *De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux)*, Dalloz, 1996, n° 7, p 47.

20. T. Bonneau, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue trimestrielle de droit civil, 1991, p 13 et suivantes.

21. Communiqué AMF, *La commercialisation des limited partnership en France*, 7 avril 2008.

22. *Rapport sur l'évolution du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration*, groupe de travail présidé par P. Adhémar, 18 septembre 2007, p 28.

parmi d'autres, d'assouplir les critères d'éligibilité des fonds sous-jacents tout en s'assurant de la réalité des droits du porteur sur les actifs du fonds. Néanmoins, si une telle interprétation semble devoir être privilégiée, certains garde-fous élémentaires devraient malgré tout être prévus *a minima*. Les sociétés de gestion devraient notamment s'assurer que la réglementation du fonds sous-jacent confère aux porteurs un droit sur les actifs du fonds en cas de liquidation, qu'aucun autre tiers ne peut opposer de droit direct sur les actifs du fonds et que les parts peuvent faire l'objet de rachat à tout moment.

Il reste qu'il sera délicat pour les sociétés de gestion, en l'absence de position officielle de l'AMF sur ce point, d'adopter dans leur procédure interne une interprétation large du premier critère. Le second, relatif à la ségrégation des titres, devrait en revanche poser moins de difficultés.

2. L'exigence de la ségrégation des actifs du fonds dans les livres de son dépositaire

Le premier principe édicté par l'article 411-34 du Règlement général de l'AMF impose aux fonds sous-jacents de conserver leurs actifs de manière distincte des actifs propres du conservateur et de ses mandataires au sens des articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financier. Il s'agit de règles désormais traditionnelles de droit financier, renforcées par la directive MIF²³ : les actifs du fonds doivent être conservés par un dépositaire unique distinct du fonds, ce conservateur opérant une stricte ségrégation entre ses propres avoirs et les avoirs détenus pour le compte de ses clients.

Une lecture trop littérale de second principe, et de sa référence faite aux articles L. 214-16 (en ce qui concerne les SICAV) et L. 214-26 (en ce qui concerne les FCP) pourrait en revanche conduire à limiter restrictivement les investissements dans des *hedge funds* étrangers. Ces articles imposent, en effet, que le dépositaire ait son siège social en France et qu'il contrôle la régularité des décisions de la société de gestion. Une interprétation stricte du texte conduirait à exclure tous les investissements dans des *hedge funds* dont le siège social est situé hors de France. Une telle interprétation ne correspond assurément pas à l'objectif recherché par l'AMF qui est simplement de n'autoriser les investissements que vers des fonds sous-jacents dont l'ensemble des instruments financiers ou positions sont conservés par un dépositaire indépendant.

La question reste en revanche ouverte en ce qui concerne les sous-comptes. Techniquement, s'ils permettent une ségrégation des actifs, certaines sociétés de gestion pourraient exiger du fonds sous-jacent un document attestant de l'absence de lettre de fusion, qui aurait été signée à son insu, et qui serait susceptible d'annuler les effets de la ségrégation.

II. LE NOUVEL ARTICLE 411-34 ANTICIPE-T-IL LE FUTUR DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE ?

En substituant à des critères précis des principes plus généraux, librement interprétables, et en responsabilisant les sociétés de gestion dans la mise en œuvre de ces principes, l'AMF fait écho à un mouvement international qui encourage de nouvelles méthodes de droit financier. La réforme de l'article 411-34 du Règlement général de l'AMF laisse ainsi augurer ce que pourrait être le futur de la réglementation financière si une telle approche était confirmée.

1. Approche utilisée par l'AMF dans la réforme de la gestion alternative

Pour remédier à l'effet couperet des treize critères, la commission Adhémar avait plaidé pour de grands principes généraux dont l'appréciation sera laissée aux sociétés de gestion. L'essentiel de la réforme repose ainsi sur un glissement du contrôle *a posteriori* de l'AMF vers un contrôle interne, *a priori*, des sociétés de gestion. En l'absence de guide d'interprétation émis par l'AMF ou par une association professionnelle reconnue, les sociétés de gestion sont, pour le moment, seules responsables de la compréhension qu'elles feront de ces principes.

La réforme responsabilise ainsi les sociétés de gestion, en les laissant seules face à l'interprétation de l'article 411-34 du Règlement général. Le choix de la responsabilisation des prestataires de services d'investissement avait déjà été opéré par l'AMF, notamment lors du passage des OPCVM au prospectus simplifié, ou en matière de délivrance du visa (permettant au communiqué d'être émis sous la responsabilité de l'émetteur)²⁴ et représente un des piliers du programme de « meilleure régulation » que s'est assigné l'AMF²⁵.

Cette réforme contraint les sociétés de gestion à compléter et améliorer leurs procédures internes relatives au respect de ces principes. En effet, outre le respect effectif des quatre principes, le contrôle de l'AMF sera vraisemblablement approfondi pour inclure la complétude, la précision, et le degré de détail des procédures internes des sociétés de gestion. De telles procédures devront permettre aux sociétés de gestion de justifier, préalablement à l'investissement et pendant toute sa durée, du respect de l'article 411-34 du Règlement général. À cet égard, les mesures de contrôle du respect des quatre principes mises en œuvre par la société de gestion seront particulièrement prises en considération par l'AMF en cas d'inspection.

La responsabilité accrue des sociétés de gestion et l'importance désormais accordée aux procédures internes pourraient, selon l'esprit du rapport Adhémar, conduire l'AMF à sanctionner une société de gestion dont les

23. Nouveaux articles 313-13 et suivants du Règlement général de l'AMF issus de la directive MIF et relatifs à la protection des avoirs des clients.

24. La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM, Revue mensuelle de l'AMF, n° 35, avril 2007, p 3.

25. Revue mensuelle de l'AMF, n° 25, mai 2006, Pour une meilleure régulation, p 22 ; O. Dufour, Autorité des Marchés Financiers : en route vers une meilleure régulation, Petites Affiches, 7 mai 2008, n° 92, p 3.

investissements étaient effectivement conformes aux quatre principes, mais dont les procédures internes étaient néanmoins insuffisamment détaillées. Ce même esprit de responsabilisation des sociétés de gestion devrait également conduire l'AMF à ne pas nécessairement sanctionner une société de gestion dont l'AMF aura estimé *a posteriori* que ses investissements ne respectaient pas les quatre principes, mais dont les procédures internes étaient suffisamment développées pour justifier de telles décisions d'investissement.

Il serait, en effet, délicat pour l'AMF de confier aux sociétés de gestion la responsabilité quant à l'interprétation de ces principes, sans accepter que de telles interprétations, lorsqu'elles ont été réalisées avec sérieux, puissent diverger de celles établies en interne par le régulateur. En d'autres termes, la suppression de « l'effet couperet » de ces critères, dénoncé par le rapport Adhémar, ne peut aller sans une certaine flexibilité du régulateur à l'égard des procédures d'interprétation qu'il sera chargé de contrôler. La formalisation de la procédure d'investissement et, en particulier, du raisonnement suivi par le service conformité ou juridique de la société de gestion sera un élément particulièrement utile pour justifier un investissement en cas de contrôle de l'AMF.

L'approche utilisée par l'AMF en matière de gestion alternative pourrait ne pas être cantonnée à la seule lecture de l'article 411-34 mais être étendue à l'ensemble de son Règlement général, et esquisser, à grands traits, le futur du droit de la réglementation financière.

2. L'esquisse d'une nouvelle méthode de réglementation financière

Certains praticiens de la matière ont relevé la trop grande « technicité » de la réglementation financière. À l'heure où les prestataires de services d'investissement sont toujours dans un travail de « digestion » des règles issues de la directive 2004/39 dite MIF²⁶, où le marché américain, pour retrouver son attractivité d'antan, allège certaines obligations de la loi SOX, une réflexion semble s'instaurer sur la place et le rôle de la réglementation financière en France²⁷.

L'enjeu serait d'alléger le Règlement général de l'AMF, en simplifiant ses dispositions et en substituant aux règles techniques et détaillées des principes plus généraux. Il s'agirait, en d'autres termes, de restituer à la matière financière une certaine source de ses origines de droit civil qui sont les *siennes*²⁸.

Cette approche consisterait également à rendre au juriste son rôle initial qu'il avait perdu en pareille matière. Et de fait, le juriste spécialisé en *regulatory*, compte tenu de la densité des textes et de leur manque de coordination, est le plus souvent cantonné à un simple tra-

vail d'ingestion et d'assimilation des textes financiers plus que d'exégèse ou d'analyse²⁹.

En Angleterre, la FSA a déjà amorcé ce travail, en édictant onze principes fondamentaux destinés à embrasser l'ensemble de la matière financière³⁰. Les États-Unis³¹, ou le Canada³² semblent également adopter cette nouvelle voie. Ces états envisagent de passer d'une approche dite « *regulation based* » à une réglementation fondée sur des « principes ».

Les avantages d'une telle approche sont réels. La facilitation de l'accès au droit financier et sa vulgarisation auprès des acteurs de la place attireront *de facto* les investisseurs qui seront à même de percevoir les règles fondamentales d'un marché sur lequel ils souhaitent investir. L'avantage principal de cette approche est ainsi d'inculquer aux acteurs les principes fondamentaux qui doivent guider leur comportement. Plus qu'une longue litanie de textes, une approche par principes rend la règle de droit accessible et contribue à donner à ses utilisateurs de véritables réflexes lorsqu'un choix doit être opéré.

Une approche trop réglementaire contribue au contraire à obscurcir le sens de la règle de droit et à l'éloigner des sujets auxquels elle se destine. À cet égard, l'affaire Société Générale - Kerviel a, en partie, révélé l'échec de règles internes et réglementaires destinées à protéger le système de conformité d'une banque. La réglementation relative au contrôle interne, qu'elle soit destinée aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (Règlement CRBF n° 97-02) ou aux sociétés de gestion (articles 313-63 et suivants du Règlement général de l'AMF) pourrait notamment être rassemblée autour de principes fondateurs et facilement assimilables des équipes de conformité.

Ce procès qui commence à être fait à la qualité de la réglementation financière doit néanmoins être relativisé. Ces deux approches opposées relèvent chacune de l'utopie, et pas plus que l'hyper réglementation ne réussit à encadrer l'ensemble des comportements mis en œuvre sur une place financière, les principes fondamentaux ne pourront les synthétiser dans leur intégralité. Si une voie doit être empruntée, elle réside assurément entre chacune de ces deux méthodes. Par ailleurs, le Règlement général de l'AMF a été considérablement recomposé et réorganisé lors de la transposition des règles issues de la directive MIF (les règles de bonne conduite étant clairement distinguées des règles organisationnelles) de sorte que cet effort de clarification tempère désormais la nécessité d'une véritable réforme du Règlement général. À cet égard, la réglementation financière, objet des critiques, offre une unité et une accessibilité de meilleure qualité que la réglementa-

26. T. Bonneau, *La transposition de la MIF est en cours*, *Droit des sociétés*, avril 2007, n° 4, évoquant notamment la « boulimie » des auteurs des textes financiers communautaires.

27. Hubert de Vauplane, *Approche par les principes ou par la réglementation. Quelle régulation pour les marchés ?*, *Revue Banque*, n° 696, novembre 2007.

28. F. Peltier, *Droit boursier et droit commun des contrats*, *RJCom.*, 2003, n° spécial, n° 11, p. 189.

29. T. Bonneau, *Mort par overdose*, *Droit des sociétés*, juin 2005, p. 3.

30. Financial Services Authority, *Principles Based Regulation : Focusing the Outcomes that Matters*, avril 2007, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>.

31. Notamment, The Committee on Capital Markets Regulation, *The Competitive Position of the U.S Public Equity Market*, http://www.capmksreg.org/pdfs/The_Competitive_Position_of_the_US_Public_Equity_Market.pdf, 4 décembre 2007.

32. Ministère des Finances du Canada, *Consultation sur l'examen de 2006 de la législation du secteur financier*, 1^{er} juin 2005, <http://www.fin.gc.ca/budgetos/bp/bpa6f.htm>.

tion bancaire, la juxtaposition des Règlements CRBF et des instructions étant parfois délicate à pratiquer. En outre, et sans discuter de l'intérêt qu'il y a à rendre le droit financier facilement accessible à chacun, le risque d'appauvrissement des règles de droit en cherchant à les réduire à des principes généraux est réel. D'autre part, transférer certaines dispositions du Règlement général vers des instructions pour l'alléger, ou donner à l'AMF un pouvoir général d'interprétation de règles fondamentales posées par ce même Règlement aurait peu d'effet sur l'accessibilité du droit financier. Il en serait probablement de même en généralisant une autorégulation renvoyant aux usages et normes professionnelles dont l'utilisation serait tout aussi délicate que la réglementation financière.

Il n'est en revanche pas certain qu'une telle approche contribue à des économies de coûts pour les entreprises. Certes, le travail des équipes de contrôle interne et de conformité pourrait être quelque peu allégé par une telle simplification du droit, mais le travail d'interprétation des principes pourrait conduire les entités qui y sont soumises à faire appel à leurs conseils pour les conforter dans leur analyse ou faire face à une problématique particulière. Plus qu'une réelle économie, cette approche pourrait opérer un simple transfert de moyens des fonctions de conformité des établissements assujettis vers leurs conseils.

Cette problématique de la complexité des normes juridiques, qui dépasse le simple périmètre du droit financier pour s'étendre à l'ensemble de notre corpus juridique³³ s'explique d'ailleurs en partie par le rôle des autorités administratives indépendantes, telle que l'AMF, et notamment la réactivité dont elles font preuve et leur proximité avec les milieux professionnels³⁴.

Il reste que le choix d'une telle approche, qui pourrait s'inscrire dans la politique de « meilleure régulation » mise en œuvre par l'AMF³⁵, n'appartient pas uniquement aux régulateurs bancaires et financiers français, lesquels dépendent en grande partie, pour les règles qu'ils sont chargés d'édicter, des règles déjà mises en place au niveau communautaire³⁶. Or, de fait, la pro-

cedure dite « Lamfalussy »³⁷, largement utilisée en droit financier favorise essentiellement une approche réglementaire et non fondée sur des principes généraux. Ce constat est particulièrement visible en ce qui concerne la directive d'application de la directive MIF, laquelle a contraint les régulateurs européens à en transposer les 55 articles qui en constituaient le corps. À titre d'illustration, les travaux menés par l'AMF et les recommandations relatives également au principe de *best execution* représentent un tel volume qu'ils sont difficilement abordables au juriste non spécialisé en pareille matière. Le Conseil d'État avait déjà démontré le rôle du droit communautaire dans la complexification de notre système juridique³⁸.

Pourtant, les dangers d'une telle approche sont réels, et sont déjà perceptibles dans certaines dispositions du Règlement général. Ainsi, lorsqu'il est fait référence à une « organisation appropriée »³⁹, à des moyens « adaptés »⁴⁰ ou « suffisants »⁴¹, ou à des mesures « adéquates »⁴² au sein du Règlement général de l'AMF, il est parfois délicat de déterminer le degré d'exigence de l'AMF. La généralité de ces dispositions joue d'ailleurs généralement en la défaveur des sociétés contrôlées par l'AMF en laissant une marge d'interprétation trop large à cette dernière, source d'insécurité juridique pour les entreprises soumises à son contrôle.

Si le droit des marchés financiers n'est pas un droit autonome des autres branches du droit qui composent notre système juridique⁴³, ce débat et les hésitations qu'il entraîne, entre une méthode réglementaire ou celle basée sur des principes, traduisent plus profondément la « double culture » du droit des marchés financiers, « un droit structuré sous forme de règles générales et abstraites [...] en adéquation avec la pratique du marché et le monde de la finance »⁴⁴. La réforme de l'article 411-34 du Règlement général pourrait constituer une précieuse expérience des écueils auxquels devra faire face l'AMF, notamment en ce qui concerne la rédaction des principes généraux, si elle souhaite s'engager dans une telle simplification de son Règlement général. ■

33. Conseil d'État, Rapport public annuel 2005, *Sécurité juridique et complexité du droit*, La documentation française; également, Conseil d'État, Rapport public annuel 1991, *De la sécurité juridique*, La documentation française. Ce constat faisait suite aux interrogations déjà formulées par différentes autorités étatiques (Discours du président de la République prononcé le 19 mai 1995 devant le Parlement; Déclaration du président du Sénat, *Surabondance de lois nuit au citoyen*, Libération, 18 janvier 2005; Vœux du président du Conseil constitutionnel au président de la République et allocution du président de la République, à l'occasion de la présentation des vœux du Conseil constitutionnel, échanges de vœux à l'Élysée du 3 janvier 2005) et reprises par la loi du 20 décembre 2007 relative à la simplification du droit (loi n° 2007-1787 du 20 décembre 2007 relative à la simplification du droit, JORF n° 0296 du 21 décembre 2007 p 20639).

34. Conseil d'État, rapport public annuel 2005, *Sécurité juridique et complexité du droit*, La documentation française, p 248 et suivantes. L'AMF, à cet égard, a échappé aux impératifs de communication médiatique plus présents dans d'autres matières et s'efforce de ne pas aligner son Règlement général sur chaque scandale ou « affaire » qui émaille notre place financière.

35. AMF, *Pour une meilleure régulation*, mai 2006, p 13, cherchant à « responsabiliser davantage les acteurs » pour aboutir à une « régulation plus efficiente, permettant aux professionnels de bénéficier de davantage d'autonomie, et au régulateur de concentrer ses efforts sur les véritables zones de risque ».

36. Pour un exemple précis, S. Kerjean, *L'impact de l'obligation de consultation de la Banque centrale européenne sur les projets de réglementation nationale : l'exemple français*, Banque et Droit, n° 99, janvier-février 2005, p 3.

37. A. Prüm, *Le processus Lamfalussy sous examen*, Revue de droit bancaire et financier, janvier-février 2008, n° 1, p 1; Commission bancaire, *Rapport annuel 2007*, p 110.

38. Conseil d'État, Rapport public annuel 2005, *Sécurité juridique et complexité du droit*, La documentation française, p 235 et suivantes.

39. Article 313-13-5° du Règlement général de l'AMF.

40. Article 311-11 du Règlement général de l'AMF.

41. Article 313-54-1 du Règlement général de l'AMF.

42. Article 313-1 du Règlement général de l'AMF.

43. F. Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, Banque éditeur, 1997. Également, X. Lagarde, *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme?*, JCP G, 2 novembre 2005, I, 182.

44. N. Rontchevsky, J.-P. Storck et M. Storck, *Le réalisme du droit des marchés financiers*, mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt, Éditions Joly, 2005, p 425 et suivantes.