

# Chronique de *Gestion* *Collective*



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

## Décret du 29 décembre 2005 – Éligibilité des titres de créance à l'actif des OPCVM

Passée inaperçue pendant les fêtes de fin d'année, la publication du décret du 29 décembre 2005<sup>1</sup> revêt pourtant une importance fondamentale pour les gestionnaires d'OPCVM. On se souvient que, à l'occasion de la réforme du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 par le décret n° 2003-1103 de 21 novembre 2003<sup>2</sup>, transposant la directive OPCVM de 1985 modifiée par la directive 2001/108/CE<sup>3</sup>, il avait été introduit des conditions afin que les titres du marché monétaire non admis à la négociation sur un marché réglementé soient éligibles à hauteur de 100 % de l'actif des OPCVM. Parmi ces conditions, figure notamment celle tenant à ce que l'émetteur du titre de créance soit supervisé par "une autorité de tutelle indépendante, qui veille notamment à la conformité de l'émission aux lois et règlements et au programme d'émission, à la mise à disposition du document d'information auprès des investisseurs, et qui assure régulièrement la diffusion d'informations statistiques sur les titres émis" (article R. 214-2-II du Code monétaire et financier). Si les titres de créance négociables (TCN), tels que définis aux articles L. 213-1 et s. du Code monétaire et financier répondent très clairement à cette condition<sup>4</sup>, les *Euro Commercial Paper* (ECP) restent en revanche exclus du nouveau dispositif introduit en 2003<sup>5</sup>, faute de supervision par une autorité de surveillance.

Or, les ECP constituent des instruments financiers extrêmement intéressants pour les gestionnaires d'OPCVM<sup>6</sup>. Pour éviter tout désinvestissement massif de la part des sociétés de gestion des ECP détenus en portefeuille, ces nouvelles conditions applicables aux instruments du marché monétaires devaient entrer seulement

en vigueur au 31 décembre 2005. Ce délai avait été jugé suffisant à l'époque pour traiter les ECP figurant en portefeuille des OPCVM français. En effet, afin d'harmoniser le régime des ECP et des TCN, un groupe de travail réunissant les principaux émetteurs européens, constitué sous l'égide de la Banque centrale européenne, baptisé STEP (pour *Short Term European Paper*)<sup>7</sup>, doit déterminer des critères communs permettant aux banques centrales européennes d'attribuer un label STEP à des émissions de titres. Ces critères concorderaient, pour l'essentiel, avec ceux posés à l'article R. 214-2-II du Code monétaire et financier. Toutefois, ces critères ne sont pas encore définitivement arrêtés par ce groupe de travail. C'est la raison pour laquelle le délai initialement fixé par le décret du 6 septembre 1989 au 31 décembre 2005 pour respecter les nouveaux critères est repoussé au 31 mars 2007<sup>8</sup>. Par ailleurs, ce délai permettra d'harmoniser le régime des instruments monétaires éligibles à la directive OPCVM, pour tenir compte notamment de l'avis technique rendu par le CERVM en janvier 2006 (V. ci-après).

## Position AMF 1<sup>er</sup> février 2006 – Swap de performance sur OPC étrangers

L'évolution constante des produits dérivés utilisés par les gestionnaires d'OPCVM oblige fréquemment l'AMF à intervenir, de diverse manière, pour en rappeler leur utilisation correcte<sup>9</sup>. Pour preuve, le dernier courrier adressé par l'AMF à l'Association française de la gestion (AFG), en date du 1<sup>er</sup> février 2006, relatif aux *swaps* de performance sur fonds d'investissement étrangers. On se souvient que le recours aux instruments financiers à terme de ce type par les OPCVM avait déjà donné lieu par le

1. Décret n° 2005-1703 du 29 décembre 2005 modifiant le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 pris en application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, publié au Journal Officiel du 30 décembre 2005.

2. Banque & Droit n° 93, janvier-février 2004, p. 40.

3. E. Courant et F. Bussière, "La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 (deuxième partie)", Banque & Droit n° 89, mai-juin 2003, p. 14.

4. Les TCN sont soumis en effet à une réglementation stricte, protectrice des intérêts des investisseurs, et dont la Banque de France veille à l'application (V. article L. 213-4 du Code monétaire et financier).

5. C. Buford et S. Bremond, "Quelle place pour les Euro Commercial Paper dans les OPCVM coordonnés?", Agéfi du 19 juin 2003, p. 2.

6. S. Hindle Barone, "Financement à court terme: vers un marché du papier commercial paneuropéen", Banque magazine n° 648, juin 2003, p. 40.

7. Sur les ambitions de ce groupe de travail, on consultera le site de STEP à l'adresse suivante: [www.stepmarket.org](http://www.stepmarket.org).

8. Sur le traitement des ECP actuellement détenus en portefeuille des OPCVM, V. Position Cob, Éligibilité des instruments du marché monétaire des pays membres de l'Union européenne dans les OPCVM français, Bull. mensuel COB n° 276, janvier 1994, p. 35.

9. Cette méthode n'est pas nouvelle. En effet, c'est par touches successives que la Cob, via des prises de position publiées dans son bulletin mensuel, a progressivement érigé le régime des instruments financiers à terme conclu par les OPCVM: sur l'historique, V. E. Courant, "L'utilisation des produits dérivés de gré à gré par les OPCVM", Banque & Droit juillet-août 2000, p. 16.

passé à la constitution d'un groupe de travail, réunissant l'autorité de tutelle et les professionnels de la gestion, dont les principales conclusions avaient été reprises dans le rapport annuel COB pour l'année 2002<sup>10</sup>. L'AMF, par ce courrier de février 2006, affine à nouveau son analyse, en procédant à une distinction selon que le swap contient ou non une composante optionnelle<sup>11</sup>.

Ainsi, les *swaps* de performance sur fonds étrangers, sans composante optionnelle, peuvent être conclus par tout OPCVM, sous réserve de respecter les dispositions du Code monétaire et financier, notamment celles relatives au principe de transparence<sup>12</sup> ainsi que celles tenant à la mise à jour du programme d'activité de la société de gestion<sup>13</sup>. En revanche, dès lors que l'opération de *swap* renferme une composante optionnelle, cette opération se trouve réservée aux seuls OPCVM contractuels. Tout autre OPCVM ne peut donc s'engager dans ce type de produit dérivé. Aucune raison n'est formellement avancée par l'AMF dans son courrier du 1<sup>er</sup> février 2006 pour fonder une telle distinction, même si on songe naturellement à la difficulté de valoriser dans des conditions satisfaisantes ces instruments financiers à terme, notamment lorsque le sous-jacent est un *hedge fund* étranger<sup>14</sup>. C'est d'ailleurs cette raison qu'avance implicitement l'AMF lorsqu'elle précise que le recours aux *swaps* de performance est "limité aux seuls OPCVM contractuels et nécessitent une information particulière des porteurs. En effet, ces instruments sont destinés à être détenus au sein d'OPCVM réservés à des investisseurs avertis, capables d'apprécier les risques spécifiques inhérents à la valorisation de ces instruments". Ces difficultés de valorisation ne sont pas pour autant définies par l'autorité de surveillance. Les *swaps* de performance sur OPCVM français restent toujours ouverts à tout OPCVM, contractuel ou non.

Quel que soit le bien fondé de cette position, elle appelle en l'état deux remarques. D'une part, du point de vue réglementaire, son fondement n'est pas certain. Le Code monétaire et financier n'interdit pas strictement ces opérations aux OPCVM autres que contractuels. Certes, avant la codification opérée par le décret du 2 août 2005<sup>15</sup>, on pouvait légitimement s'interroger sur la validité de ces opérations. En effet, l'ancien article 4-4 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 ne mentionnait pas expressément les fonds étrangers comme actif éligible aux opérations dérivés à effet de levier. A contrario, la licéité des *swaps* de performance sur ces sous-jacents pouvait être discutée<sup>16</sup>. Cette disposition a disparu lors de la codification réalisée par le décret d'août 2005. C'est la raison pour

laquelle l'AMF aurait pu ouvrir ces instruments financiers à terme à d'autres OPCVM (notamment les OPCVM à règles d'investissement allégées, réservés eux aussi, comme les OPCVM contractuels, à des investisseurs qualifiés ou assimilés), quitte à exiger du gestionnaire qu'il démontre, via son programme d'activité, sa parfaite capacité à valoriser ces opérations dérivés. D'autre part, le courrier de l'AMF soulève une seconde interrogation, liée à la première, tenant à la portée du principe édicté par l'autorité de tutelle. Au regard des textes, ce courrier n'a pas stricto sensu de valeur réglementaire. Seule une modification de la partie réglementaire du Code monétaire et financier pourrait asseoir définitivement cette restriction. Reste qu'en pratique, du fait même de l'autorité de son signataire<sup>17</sup>, cette position revêt une importance non négligeable que les sociétés de gestion ne peuvent naturellement ignorer dans la conduite de leur activité.

### Commission des sanctions AMF – Décision du 15 décembre 2005 – OPCVM à formule – Information des porteurs

On se souvient que la récente commercialisation d'un OPCVM à formule auprès d'une large clientèle par la Poste, en pleine phase d'euphorie financière, a suscité une vive polémique quant à la promotion de ces produits structurés<sup>18</sup>. Ce produit d'épargne est défini à l'article R. 214-27 du Code monétaire et financier comme un OPCVM répondant à deux conditions : d'une part, "son objectif est d'atteindre à l'expiration d'une période déterminée un montant déterminé par application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie", d'autre part, "la réalisation de son objectif de gestion est garantie par un établissement de crédit". Cela signifie que les OPCVM à formule peuvent être construits pour garantir une performance, et non le capital investi par l'investisseur<sup>19</sup>. Mais, en tout état de cause, cette garantie de performance suppose que l'indice soit positif. Or, le porteur n'a pas toujours pleinement connaissance de cette caractéristique propre aux OPCVM à formule, pensant bénéficier dans tous les cas d'une garantie du capital investi<sup>20</sup>.

Dans la décision rapportée de la Commission des sanctions, en date du 15 décembre 2005<sup>21</sup>, les porteurs du fonds avaient perdu entre 12 % et 35 % de leur investissement initial. La question posée à la Commission consistait donc à déterminer précisément si le distributeur des OPCVM avait manqué ou non à son obligation d'informa-

10. Rapport annuel COB 2002, p. 162; Banque & Droit n° 90, juillet-août 2003, p. 53, F. Bussière.

11. Schématiquement, opération par laquelle l'OPCVM échange la performance de son portefeuille contre le meilleur de deux actifs définis contractuellement dès la conclusion de ladite opération dérivé.

12. V. article R. 214-13-II du Code monétaire et financier.

13. Programme d'activité multigestion alternative.

14. Sur ce risque: V. J.-C. Bertrand et J.-F. Boulier, "Les risques des *hedge funds*", Banque & Marchés n° 63, mars-avril 2003, p. 59.

15. Décret n° 2005-1007 du 2 août 2005 relatif à la partie réglementaire du Code monétaire et financier.

16. Du moins lorsque l'opération comportait comme sous-jacent un *hedge fund*, recourant lui-même à l'effet de levier pour la réalisation de sa stratégie d'investissement.

17. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2<sup>e</sup> éd. 2005, spéc. n° 272, pour qui ces avis de l'AMF "sont dépour-

vus de valeur juridique mais ont une influence certaine sur les comportements de ceux auxquels ils sont destinés".

18. V. Rapport annuel AMF 2003, p. 179, Les réclamations des épargnants et l'activité du médiateur - S. Neuville, *Droit de la banque et des marchés financiers*, Puf, Coll. "Droit fondamental", 2005, n° 131. C'est également notamment suite à la commercialisation de ces produits structurés que le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a mandaté M. Delmas-Marsalet pour mener une étude sur la commercialisation des produits financiers, dont le rapport a été rendu public en novembre 2005.

19. Selon l'AMF (rapport annuel AMF 2003, p. 124), seuls 90 % des fonds à formule font l'objet d'une garantie de capital à l'échéance.

20. J.-M. Delion, "Les fonds garantis portés par la conjoncture", Banque stratégie n° 197, Octobre 2002, p. 2.

21. Décision de la Commission des sanctions disponible sur le site Internet de l'AMF.

tion et/ou conseil à l'occasion de la distribution de ce FCP<sup>22</sup>. Par une courte décision, peu motivée, la Commission estime que le distributeur n'a pas failli à son obligation. Pour cela, la Commission relève, d'une part, que l'OPCVM n'avait donné lieu à aucune promotion spécifique et avait été proposé essentiellement à des personnes déjà clientes du promoteur et titulaires d'un plan d'épargne en actions (PEA). Il faut donc comprendre qu'un effort particulier de promotion renforce l'obligation d'information pesant sur la tête du distributeur. Même si la Commission ne définit pas ce qu'elle entend par cette promotion spécifique, cela recouvre assurément toute action commerciale accompagnée de plaquettes marketing. Autant l'information diffusée via le prospectus complet est contrôlée par l'AMF, autant les arguments commerciaux mis en avant dans ces documents promotionnels échappent en principe au contrôle de l'autorité de surveillance. Toutefois, il convient de signaler que l'AMF, en vertu des pouvoirs qui lui sont conférés en vertu de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier<sup>23</sup>, exige dorénavant pour les OPCVM les plus complexes (et notamment les OPCVM à formule), la remise des documents marketing à l'occasion de la procédure d'agrément de l'OPCVM<sup>24</sup>. Quant à la détention d'un PEA, l'argument ne nous semble pas décisif. Autant un client disposant d'un PEA comprend, en principe, les risques attachés aux marchés actions, autant il peut ne pas saisir parfaitement l'économie d'un produit structuré, quand bien même celui-ci est indexé au marché actions. D'autre part, la Commission des sanctions, pour mettre hors de cause la Poste, relève que celle-ci n'a perçu aucun sur-commissionnement pour placer cet OPCVM à formule auprès de sa clientèle. L'argument est essentiel pour apprécier une éventuelle faute du promoteur. Un sur-commissionnement du distributeur par la société de gestion peut, dans certaines situations, révéler un cas de commercialisation fautive, non adaptée à la situation des investisseurs (situation de *misselling*). Le rapport Delmas-Marsalet, publié en novembre 2005<sup>25</sup>, relatif à la commercialisation des produits financiers, formule des propositions pour éviter ces situations de conflit d'intérêts. Enfin, la Commission des sanctions relève que les bordereaux de souscription de l'OPCVM à formule, mentionnant expressément que les porteurs avaient pris connaissance de la notice d'information, avaient été signés. On ne signalera jamais autant l'importance de la signature de ce bulletin.

22. C. Merkin, "OPCVM: vers une protection renforcée de l'investisseur", Banque Stratégie n° 214 avril 2004, p. 6.

23. "L'AMF définit les conditions dans lesquelles les OPCVM doivent informer les souscripteurs et peuvent faire l'objet de publicité, en particulier audiovisuelle, ou de démarchage".

24. S'agissant des OPCVM à formule, V. dernièrement le communiqué AMF du 24 mai 2005 sur les conditions d'information des souscripteurs des fonds à formule et des fonds mettant en œuvre une gestion structurée; l'AMF y rappelle qu'une "attention particulière doit être portée

## CERVM – Avis technique – Clarification des définitions des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés

Le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM, plus connu sous son appellation anglaise Committee of European Securities Regulators ou CESR) a rendu un avis important tendant à clarifier les définitions des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés, au sens de la directive OPCVM 85/611/CEE<sup>26</sup>. Sa dernière modification par la directive 2001/108/CE a introduit des dispositions novatrices, appréciées toutefois différemment selon les autorités de tutelles européennes. Ces divergences de lecture sont autant d'obstacles à la libre commercialisation des OPCVM coordonnés en Europe. C'est la raison pour laquelle la Commission européenne, en vertu de l'article 53 de la directive OPCVM, a mandaté le CERVM pour clarifier la définition des actifs éligibles.

La première clarification concerne l'éligibilité des fonds fermés à l'actif d'un OPCVM coordonné. À ce jour, la directive exclut ces actifs<sup>27</sup>. L'AMF adopte une position similaire s'agissant des OPCVM français. Le CERVM revient sur cette interdiction et préconise leur reconnaissance, sous réserve de respecter trois conditions: d'une part, le fonds fermé doit pouvoir être assimilé à une valeur mobilière. Cela signifie, selon le CERVM, que les conditions mentionnées à l'article 1(8) de la directive sont remplies; d'autre part, le fonds fermé doit prévoir des mécanismes de protection de l'investisseur, ce qui suppose qu'il soit géré par un gestionnaire professionnel, lui-même régulé par une autorité de surveillance; enfin, l'investissement dans un fonds fermé ne doit pas avoir pour objet de contourner des dispositions de la directive OPCVM. À suivre cet avis du CERVM, un fonds fermé mettant en œuvre une gestion de type *private equity* ou immobilière pourrait, à l'avenir, être souscrit par un OPCVM coordonné. En revanche, les fonds fermés alternatifs resteraient exclus des investissements autorisés par ces OPCVM. On notera que l'avis n'exclut pas du champ des investissements des OPCVM coordonnés les OPCVM fermés purement contractuels, à la condition toutefois qu'ils répondent à un mécanisme de gouvernance similaire à celui applicable aux sociétés, impliquant notamment la reconnaissance au profit des porteurs d'un droit de vote dans le fonds.

La seconde clarification importante apportée par le CERVM a trait à la définition des instruments du marché monétaire non admis à la négociation sur un marché réglementé. La problématique concerne principalement l'éligibilité des *Euro Commercial Paper* (ECP) à l'actif des OPCVM coordonnés, étant rappelé que ces titres ne répondent pas

à la présentation équilibrée de la formule et à la cohérence entre le prospectus simplifié et les supports commerciaux".

25. Rapport disponible sur le site Internet de l'AMF; V. Banque & Droit n°105, janvier-février 2006, p. 43, F. Bussièrre.

26. CESR's advice to the european commission on clarification of definitions concerning eligible assets for investments of UCITS, Ref. CESR/06-005, January 2006, disponible sur le site du CESR: www.cesr-eu.org. V. également le communiqué de l'AMF du 26 janvier 2006.

27. V. article 19 (e) de la directive OPCVM.

aux conditions posées à l'article 19 (1)(h) de la directive OPCVM. Pour ces titres, CESR n'entend pas dresser une liste exhaustive de titres éligibles mais recommande qu'ils se conforment aux critères STEP, critères établis sous la tutelle de la Banque centrale européenne. Cette harmonisation, si elle était retenue, permettrait aux OPCVM français d'investir dans les ECP à hauteur de 100 % de leur actif<sup>28</sup>.

Par ailleurs, le CERVM s'attache à préciser l'utilisation des instruments financiers à terme par les OPCVM coordonnés. Tout d'abord, il clarifie la notion de dérivé intégré. Mentionnée à l'article 21-3 de la directive OPCVM, cette notion recouvre tout instrument du marché monétaire comportant un instrument dérivé. Elle a été introduite en droit français à l'occasion de la réforme du Décret du 6 septembre 1989 par le décret du 21 novembre 2003. La notion de dérivé intégré reste toutefois délicate à délimiter. Se fondant sur des règles comptables, l'avis technique du CERVM a le mérite de dresser une liste des instruments relevant de la notion de dérivé intégré. Relèveraient de cette liste les *Credit Linked Notes* (CLN), les titres indexés à la performance d'un indice obligataire ou d'un panier d'actions, les obligations convertibles ou échangeables. En revanche, ne figurent pas sur cette liste les *Collateralized Debt Obligations* (CDO) ou les *Asset Back Securities* (ABS). En outre, le CERVM clarifie les sous-jacents des opérations dérivés conclus par les OPCVM

coordonnés. Il précise d'une part les opérations dérivés sur des indices d'instruments financiers non éligibles en direct. L'article 19(1)(g) de la directive OPCVM est assez vague sur l'éligibilité de ces indices. Pour cela, l'avis reprend les caractéristiques établies récemment par IOSCO<sup>29</sup> pour définir les indices éligibles, et reconnaît à ce titre l'éligibilité des dérivés sur indices de matières premières. Anticipant la position du CERVM, l'AMF a déjà reconnu ces opérations pour les OPCVM français (coordonnés ou non)<sup>30</sup>. Pourraient également être éligibles les indices immobiliers selon le CERVM. En revanche, les dérivés sur indices sur *hedge funds* restent pour l'instant en dehors des opérations autorisées, en raison de leur complexité<sup>31</sup>. D'autre part, le CERVM recommande également d'affirmer l'éligibilité des dérivés de crédit à l'actif des OPCVM coordonnés<sup>32</sup>. Cette clarification était attendue de longue date par les professionnels de la gestion.

Les clarifications apportées par cet avis sont donc importantes pour l'industrie de la gestion. Elles devraient éviter les divergences d'interprétation de la directive OPCVM et, partant, favoriser l'exportation des OPCVM coordonnés dans l'Union européenne. Pour autant, l'avis, en l'état, n'a aucune valeur réglementaire. Il reviendra à la seule Commission de rédiger une proposition, suivant ou non, les propositions du CERVM formulées dans son avis<sup>33</sup>. ■

28. V. Décret du 29 décembre 2005 commenté dans la présente chronique.

29. "Indexation : securities indices and index derivatives", February 2003, disponible sur le site Internet de IOSCO : <http://www.iosco.org>

30. V. Communiqué de l'AMF du 1<sup>er</sup> décembre 2005 ; Jusqu'à ce jour, seuls les Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) pouvaient conclure de telles opérations (V. arrêté du 6 septembre 1989 pris pour l'application de la loi du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances).

31. Complexité quant à définir avec précision les stratégies alternatives mais aussi difficulté quant à déterminer la pondération de chaque straté-

gie alternative dans la composition de l'indice ; V. M. Vaissié, N. Amenc, L. Martellini, "Comment gérer l'hétérogénéité des indices de hedge funds ?", Banque magazine n° 653, décembre 2003, p. 42 ; O. Bertin-Mouro et G. Kerboeuf, "La nouvelle directive OPCVM participe-t-elle au développement de la gestion alternative en Europe ?", Banque Stratégie n° 224, mars 2005, p. 10.

32. V. E. Courant et F. Bussière, "La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 (deuxième partie)", préc.

33. Sur le fonctionnement du CERVM, V. Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica 2<sup>e</sup> éd. n° 43 ; V. H. de Vauplance et J.-J. Daigre, sous la décision de la Commission européenne du 6 juin 2001, Banque & Droit n° 78, juillet-août 2001, p. 42.