

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



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

■ MODIFICATION DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL AMF – MULTIGESTION ALTERNATIVE – CRITÈRES D'ÉLIGIBILITÉ DES OPC SOUS-JACENTS

Le règlement général AMF, par arrêté du 18 mars 2008¹, modifie à nouveau le régime applicable aux OPCVM à règles d'investissement allégées (RIA) de fonds alternatifs. Rappelons qu'est considéré comme tel un OPCVM qui est investi ou exposé à plus de 10 % en parts d'OPC étrangers ou d'OPCVM mettant en œuvre des stratégies alternatives². Un minimum d'investissement de 10 000 euros est requis pour souscrire dans ces OPCVM, limitant de ce fait leur souscription à une clientèle avertie. La multigestion alternative peut également être conduite sous d'autres enveloppes juridiques (OPCVM contractuels ou OPCVM RIA à effet de levier). Cette gestion s'est considérablement développée ces dernières années en France, permettant aux épargnants d'investir, via des fonds de fonds, dans des stratégies dont ils ne pourraient pas accéder en direct.

La refonte réalisée par l'arrêté du 18 mars 2008 est importante. On se souvient que lors de la création des OPCVM de fonds alternatifs par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003³, l'AMF avait édicté des conditions d'éligibilité des OPCVM pouvant figurer en portefeuille⁴. Ainsi, seuls certains OPC répondant aux critères fixés par l'AMF pouvaient être valablement souscrits par des gérants de fonds de fonds. À l'origine, au nombre de 14, ces critères n'étaient plus que 13 avant la réforme opérée par l'arrêté du 18 mars 2008. Ces critères étaient nécessaires pour assurer la réussite du lancement des OPCVM à RIA et sécuriser le dispositif d'investissement et ce, dans l'in-

térêt des porteurs. En pratique, compte tenu de la diversité des *hedge funds*, ces critères ont soulevé de nombreuses difficultés quant à leur application. Certains avaient été supprimés⁵, d'autres précisés⁶. C'est la raison pour laquelle un groupe de travail AMF, présidé par Philippe Adhémar, avait recommandé de modifier profondément le régime des fonds alternatifs pouvant être souscrits par un gestionnaire français⁷.

Suivant les préconisations de ce rapport, le nouveau règlement général modifie radicalement l'approche retenue jusqu'à présent. Ainsi, quatre critères généraux ayant trait au fonctionnement des OPC sélectionnés sont substitués aux 13 critères existant précédemment. Ces principes permettent d'atténuer le caractère « couperet » des anciens 13 critères, dans le sens où les *hedge funds* sous-jacents étaient inéligibles dès que l'un des critères n'était pas rempli. L'instauration de principes généraux confère plus de flexibilité au gestionnaire dans le choix des actifs sous-jacents. Inversement, ce dispositif accentue davantage la responsabilité du gestionnaire à l'occasion du choix des actifs⁸. Ainsi, l'article 411-34 du règlement général AMF dispose dorénavant que les fonds sous-jacents au sens de l'article R. 214-5 du Code monétaire et financier doivent répondre, de manière permanente, aux critères suivants :

- les porteurs ou actionnaires sont titulaires de droits réels opposables sur leurs actifs ;
- leurs actifs sont conservés 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 ;
- ils diffusent une information régulière et adéquate et, en particulier, leurs parts ou actions font l'objet d'une valorisation appropriée sur une base au moins mensuelle et sont soumis à une obligation légale d'audit ou de certification légale au moins annuelle des comptes ;

1. Arrêté du 18 mars 2008 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF, publié au Journal officiel du 30 mars 2008.
2. V. article R. 214-36 du Code monétaire et financier et l'Instruction AMF n°2005-02 du 25 janvier 2005 (article 29) relative au prospectus complet des OPCVM agréés par l'AMF.
3. 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 ; Banque & Droit n°91 septembre-octobre 2003, p. 58.
4. V. Relevé de décisions COB du 3 avril 2003 sur la multigestion alternative, Banque & Droit n°89 mai-juin 2003, p. 42, F. Bussière. Ces critères avaient été repris à l'occasion d'une modification du décret n° 89-623 du 6 septembre 1983 par le décret du 21 novembre 2003, puis directement intégrés dans le règlement général AMF à l'article 411-34.

5. Suppression de l'obligation de cotation de l'OPC sous-jacent par le décret du 25 juillet 2005, Banque & Droit n°103 septembre-octobre 2005, p. 50.

6. V. la modification du 7^e critère de l'article 411-34 du règlement général par l'arrêté du 11 décembre 2006 (JO du 16 décembre 2006), Banque & Droit n°111, janvier-février 2007, p. 43.

7. Rapport sur l'évaluation du cadre de la régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration, Groupe de travail présidé par Ph. Adhémar, 18 septembre 2007, Revue mensuelle AMF n°40 octobre 2007, p. 17, disponible sur le site Internet AMF ; Banque & Droit n°116 novembre-décembre 2007, p. 57 ; V. également la synthèse des réponses à la consultation sur les recommandations de ce rapport en date du 31 mars 2008, disponible sur le site Internet AMF.

8. V. Revue mensuelle AMF n°35 avril 2007, p. 1, La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM.

■ ils ne sont pas domiciliés dans des pays ou territoires non coopératifs tels qu'identifiés par le GAFL.

Le nouvel article 411-34 reprend certaines exigences formulées dans le régime antérieur, mais dans une rédaction moins rigide. On relèvera toutefois que les quatre nouveaux principes sont rédigés de manière assez imprécise, notamment les deux premiers. En effet, que faut-il entendre par la reconnaissance de droits réels sur les actifs au profit des porteurs ? *Stricto sensu*, les investisseurs n'ont pas de droit direct sur les actifs d'un OPCVM⁹ ; le recours à la notion de droit réel n'est donc pas opportun et se conciliera mal avec certaines règles de fonctionnement des OPC. Par ailleurs, la seconde condition édictée par le règlement général de l'AMF demeure également confuse. En effet, le renvoi express aux articles L. 214-16 et L. 214-26 soulève une double difficulté : d'une part, ces dispositions ne s'appliquent qu'aux seuls déposataires français. Or, les actifs des *hedge funds* sont conservés en grande partie par des prestataires étrangers. D'autre part, et surtout, ces dispositions construisent un régime spécifique au déposataire (unicité du déposataire, responsabilité accrue) difficilement transposable à la gestion alternative. On se souvient que la reconnaissance d'un véritable passeport au profit des déposataires est aujourd'hui contestée au motif que le métier des déposataires d'OPCVM n'est pas unifié au niveau européen. Le renvoi au statut du déposataire français est par conséquent peu opportun. Les deux autres conditions édictées à l'article 411-34 demeurent en revanche plus classiques.

Dans tous les cas, ces principes permettront aux sociétés de gestion de conduire plus librement leur sélection des fonds sous-jacents. Dans le nouveau dispositif, les procédures de *due diligence*¹⁰ apparaissent essentielles. L'article 313-54 nouveau dispose que le gestionnaire « établit et maintient opérationnelles des procédures de prise de décision et une structure organisationnelle précisant sous une forme claire et documentée les lignes hiérarchiques et la répartition des fonctions et responsabilités dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF. Dans le cadre des activités de gestion collective de la société de gestion de portefeuille, ces procédures de prise de décision incluent en particulier les diligences qui président à la sélection, au suivi et au contrôle des risques associés aux instruments financiers dans lesquels l'OPCVM investit ». S'agissant de la multigestion alternative, les programmes d'activités devront détailler très précisément les diligences effectuées par le gestionnaire. Les moyens déployés par la société de gestion doivent correspondre à l'activité de sélection du gestionnaire. Une modification de l'Instruction AMF n°2006-02 est envisagée en ce sens. Les gestionnaires de fonds de fonds alternatifs sont déjà astreints à déposer un programme

d'activité spécifique depuis 2003¹¹. La refonte examinée du règlement général AMF ne devrait pas conduire les gestionnaires à redéposer un programme¹².

Enfin, l'AMF impose désormais dans le prospectus des OPCVM de fonds alternatifs une mention spécifique lorsque la diversification des stratégies d'investissement est relativement faible¹³. C'est l'hypothèse, par exemple, d'un fonds de fonds spécialisé sur les stratégies dites *long short equity*. Si l'OPCVM respecte ses ratios de diversification, il demeure toutefois fortement exposé à une stratégie dominante. L'attention des investisseurs doit donc être attirée sur ce point dans le prospectus.

Les autres propositions formulées dans le rapport Adhémar sont en outre à l'étude, sur lesquelles l'AMF devrait communiquer rapidement. Ce sont notamment les dérivés sur indices de *hedge funds*, les contrôles spécifiques à la multigestion alternative réalisés par les commissaires aux comptes et les déposataires d'OPCVM ainsi que la communication relative aux caractéristiques des OPCVM de fonds alternatifs. Il est également prévu une modification du Code monétaire et financier pour créer des fonds de fonds de fonds alternatifs et instaurer des seuils de rachat (mécanisme dit de *gate*) pour aménager la liquidité des OPCVM.

■ MODIFICATION DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL AMF – SOCIÉTÉ DE GESTION – EXERCICE DES DROITS DE VOTE – DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS

On sait que, en application de l'article L. 233-9 II du C. com, une déclaration de franchissement de seuil par un prestataire de services d'investissement ne doit pas comptabiliser les actions détenues par un OPCVM géré par une société de gestion qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du C. Com. L'indépendance statutaire du gestionnaire commande cette solution. Cette indépendance vient d'être renforcée à l'occasion de la modification du règlement général AMF par l'arrêté du 18 mars 2008 (préc.). Mesure de transposition de la directive Transparence du 15 décembre 2004¹⁴, le nouvel article 223-12 du règlement général AMF rappelle le principe, encore faut-il que le prestataire « garantisse que l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers est exercée indépendamment de tout autre activité ».

Pour cela, l'AMF oblige tout déclarant à transmettre, sans délai, à l'autorité de tutelle la liste des sociétés de

9. En droit français, aux termes de l'article L. 214-20 du Code monétaire et financier, « le fonds commun de placement, qui n'a pas la personnalité morale, est une copropriété d'instruments financiers et de dépôts dont les parts sont émises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative majorée ou diminuée, selon les cas, des frais et commissions. Ne s'appliquent pas au fonds commun de placement, les dispositions du code civil relatives à l'indivision ni celles des articles 1871 à 1873 du même code relatives aux sociétés en participation ». Il en résulte que les porteurs n'ont pas de droit direct sur les actifs figurant en portefeuille.

10. Le rapport Adhémar (préc.) définit ces diligences comme « l'examen exhaustif et l'analyse approfondie réalisés par la société de gestion sur les caractéristiques fondamentales d'un fonds alternatif en préalable à toute décision d'investissement dans ce fonds et pendant toute la durée d'investissement dans ce même fonds ».

11. V. article R. 214-37 du Code monétaire et financier.

12. À notre avis, les sociétés de gestion peuvent conserver la référence dans leur programme d'activité aux 13 critères si elles le souhaitent.

13. V. nouvel article 29-IV-2° de l'Instruction AMF n°2005-02 du 25 janvier 2005 modifiée le 31 mars 2008.

14. Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (article 12-4) ; V. également Directive d'application 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 (article 10-4).

gestion qu'il contrôle. Par ailleurs, chaque société de gestion doit s'engager à respecter les dispositions nouvelles de l'article 223-13. Il est ajouté que le prestataire doit être en mesure, à la demande de l'AMF, de démontrer qu'il a mis en place, avec la société de gestion, « des procédures et des règles de conduite destinées à empêcher la circulation d'informations relatives à l'exercice des droits de vote » entre le PSI et le gestionnaire.

Sur le fond, la modification n'apporte pas grand-chose, du moins pour les gestionnaires d'actifs. L'indépendance de la société de gestion à l'occasion de l'exercice des droits de vote était déjà consacrée. L'article L. 533-22 du Code monétaire et financier dispose que le gérant doit voter dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs d'OPCVM¹⁵. Les codes de bonne conduite internes établissent généralement des procédures pour asseoir cette indépendance vis-à-vis de l'actionnaire majoritaire. Cependant, afin de marquer l'indépendance de la société de gestion, le nouvel article 223-12-1 rappelle que la société de gestion « doit être libre, en toutes circonstances, d'exercer les droits de vote attachés aux actifs qu'il gère indépendamment de la personne qui la contrôle » et « ne pas tenir compte des intérêts de la personne qui le contrôle ou de toute autre personne contrôlée par cette dernière en cas de conflits d'intérêts ». En fait, le mérite de cette réforme est de rappeler aux prestataires de services d'investissement l'interdiction de s'immiscer dans l'exercice du droit de vote de leurs filiales ayant le statut de société de gestion.

■ RÈGLEMENT GÉNÉRAL AMF – RÈGLES DE COMMERCIALISATION DES OPCVM

Le nouvel article 411-53 du règlement général AMF, tel que modifié par l'arrêté du 18 mars 2008 (préc.), refond sensiblement le régime de commercialisation des OPCVM. Aux termes de cette disposition, une société de gestion qui « commercialise les parts ou actions des OPCVM dont elle assure la gestion respecte les règles de bonne conduite applicables au service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et celle qui commercialise les parts ou actions d'OPCVM gérés par d'autres entités, respecte les règles de bonne conduite applicables au service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers ». L'AMF opère en conséquence une distinction selon que la commercialisation d'OPCVM est assurée par la société de gestion en charge ou non de la gestion desdits OPCVM. À travers cette nouvelle disposition, l'autorité de tutelle a entendu harmoniser les règles de bonne conduite applicables à la vente d'OPCVM, quel que soit le schéma de distribution (commercialisation directe par le gestionnaire ou via un distributeur)¹⁶. Pour cela, l'AMF s'appuie sur deux services d'investissement : l'exécution d'ordres pour le compte de tiers et le service de réception/transmission d'ordres. Le premier régit la commercialisation par une SGP de ses

propres OPCVM, le second la commercialisation d'OPCVM gérés par un tiers. Les règles de bonne conduite applicables à ces deux services sont assez proches.

Si l'objectif recherché par l'AMF est légitime, il demeure cependant délicat à justifier au regard des textes. Il soulève en effet une double difficulté. D'une part, le recours à ces services d'investissement ne se comprend que par le souhait de l'AMF d'appliquer les règles de bonne conduite attachées. En aucune manière, l'application de ces dispositions ne suppose que la société de gestion soit agréée pour fournir ces services. D'ailleurs, les gestionnaires ne peuvent pas, par définition, exercer le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers. D'autre part, le nouvel article du règlement général n'opère aucune distinction selon que la société de gestion relève du type I ou du type II au regard du droit communautaire. Or, on sait que seul le gestionnaire du type II, c'est-à-dire soumis aux dispositions de la directive MIF, peut exercer le service de réception/transmission d'ordres. On voit donc que le recours à la directive MIF n'est pas évident pour harmoniser les règles de bonne conduite applicables aux gestionnaires d'actifs¹⁷.

En l'état, quel que soit le bien fondé de cette disposition, le champ du nouveau régime de distribution des OPCVM devra être précisé. Il conviendra notamment de vérifier s'il a vocation à s'appliquer aux relations nouées entre le gestionnaire et un distributeur d'OPCVM ou entre deux sociétés de gestion. Ces questions pourront être, le cas échéant, abordées dans une instruction particulière que doit adopter prochainement l'AMF sur ce thème.

■ RELEVÉ DE DÉCISIONS AMF SUR LES SWAPS DE PERFORMANCE SUR OPCVM – STRUCTURATION SUR GESTION ACTIVE

Par une position en date de février 2008 publiée dans sa revue mensuelle¹⁸, l'AMF se prononce à nouveau sur le régime des swaps de performance sur les OPCVM ou fonds d'investissement ainsi que les structururations sur gestion active. Ces instruments financiers à terme sont assez utilisés en gestion collective et permettent à un OPCVM de recevoir la performance d'un ou plusieurs OPCVM (dits OPCVM cibles). Comme le souligne l'autorité de tutelle, ces produits financiers poursuivent principalement deux objectifs : d'une part, offrir aux investisseurs une indexation sur un panier d'OPCVM assortie, le cas échéant, d'une protection totale ou partielle du capital (swaps dits avec une composante optionnelle). Les fonds à formule recourent fréquemment à cette technique ; d'autre part, et

15. V. R. Kaddouch, « L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière », D. 2004, p. 796.

16. V. Consultation publique AMF, Modification du Titre Ier du Livre IV du règlement général AMF, 16 novembre 2007, consultable sur le site Internet de l'AMF.

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

18. Relevé de décisions relatif aux swaps de performance sur OPCVM ou fonds d'investissement et aux structururations sur gestion active, 28 février 2008, à paraître dans la revue de l'AMF, disponible sur le site internet de l'AMF ; RTDF n°1 2008, p. 71, S. Puel et G. Goffin ; Agéfi Hebdo 20/26 mars 2008, p. 38, « L'AMF encadre le swap de performance sur OPCVM ».

plus simplement, permettre aux OPCVM d'être exposés à certaines gestions sur lesquelles ils ne pourraient pas souscrire en direct. Cette technique est assez fréquente pour bénéficier d'une exposition sur les gestions alternatives. Quant aux structurations sur gestion active, elles recourent en pratique les OPCVM dont la performance est indexée à un panier d'actifs gérés activement ou de manière discrétionnaire¹⁹.

L'AMF a toujours manifesté le souci d'encadrer très strictement ces opérations dérivées, notamment pour assurer une information claire et non trompeuse des porteurs investis sur ces produits²⁰.

Le présent relevé de décisions, qui résulte d'un échange de vues entre l'AMF et les professionnels de la gestion²¹, expose quatre éléments essentiels pour construire ce type de dérivés. Le premier a trait aux principales caractéristiques générales applicables aux *swaps*. Comme tout instrument financier à terme, ces opérations relèvent des dispositions générales du Code monétaire et financier applicables aux opérations négociées hors d'un marché réglementé. Il s'agit notamment du respect des dispositions relatives aux contreparties éligibles, à la limite d'engagement de l'OPCVM sur les marchés à terme ou la règle de transparence des actifs sous-jacents à l'actif du fonds de tête²².

L'AMF souligne également l'importance du principe de meilleure exécution appliqué à la matière. Édité à l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier, ce principe, selon l'autorité de surveillance, doit conduire le gestionnaire à s'assurer qu'il est exposé aux parts du fonds sous-jacent les moins chargés en frais ; de même, il lui revient de vérifier qu'il bénéficiera d'éventuelles rétrocessions versées à la contrepartie à l'occasion de sa souscription des fonds au titre de la couverture. En d'autres termes, les diligences effectuées par la société de gestion sont identiques à celles effectuées lors d'un investissement en direct dans l'OPC sous-jacent. L'autorité de tutelle ajoute que la valorisation de ce type d'instrument dérivé oblige le gérant à retenir des fonds cibles ayant une fréquence de valorisation compatible avec celle de l'OPCVM de tête. Cette dernière condition est classique²³.

Le second aspect abordé par l'AMF est l'autonomie de la société de gestion vis-à-vis de sa contrepartie. Ce point est essentiel. Conformément au Code monétaire et financier et le règlement général AMF²⁴, il convient en effet de prévenir tout conflit d'intérêts pouvant survenir à l'occasion de la conclusion de l'instrument financier à terme. Cette autonomie se manifeste à deux niveaux. Tout d'abord, il revient au seul gestionnaire de sélectionner

les fonds cibles. Le dérivé est un actif comme les autres ; sa conclusion relève de la seule compétence du gérant. Sa contrepartie ne saurait intervenir dans ce choix. Par ailleurs, selon l'AMF, le gestionnaire doit mesurer et apprécier l'influence de la contrepartie sur la gestion des fonds cibles. Cette influence est d'autant plus significative que l'emprise du fonds de tête, via le produit dérivé, est importante sur le fonds cible. Pour assurer la couverture du *swap*, et fournir en conséquence la performance promise à l'OPCVM, la contrepartie est tenue en effet de souscrire les fonds cibles. Or, la gestion de cette couverture est de nature à influencer sur la valorisation du *swap*, notamment en cas de revente des parts du fonds pouvant éventuellement obliger le gestionnaire du sous-jacent à se séparer des actifs dans de mauvaises conditions. C'est la raison pour laquelle, selon l'AMF, « il appartient à la société de gestion de portefeuille de l'OPCVM de tête de s'assurer que le schéma global proposé permet de gérer de façon adéquate tous risques de conflits d'intérêts et n'est pas de nature à remettre en cause l'autonomie de la gestion des fonds cibles, notamment à travers l'intervention de sa contrepartie ».

Par ailleurs, l'AMF s'attarde sur un aspect pratique, mais essentiel, que sont les modifications des actifs cibles. Lorsque le panier d'OPCVM sur lequel est indexé l'OPCVM est géré activement, le remplacement d'un fonds cible doit reposer sur des critères suffisamment précis. Il faut s'assurer que cette modification s'effectue dans l'intérêt des porteurs du fonds de tête. S'agissant des structurations sur gestion passive, cette modification doit demeurer exceptionnelle et être strictement encadré contractuellement.

Enfin, les porteurs et actionnaires de l'OPCVM devront être informés du montant des frais maximums supportés par les fonds cibles. L'AMF ajoute que les frais individuels doivent intégrer les frais prélevés par la contrepartie. Cette information doit également couvrir les événements de remplacement d'un fonds ainsi que ses modalités.

Ce relevé de décisions AMF est donc important pour les praticiens et leur rappelle les diligences à mener avant de conclure ces contrats. Ce relevé reprend des conditions déjà édictées par le passé ; d'autres sont nouvelles, notamment celles relatives à l'influence de la gestion de la couverture par la contrepartie sur l'opération de *swap*. On relèvera enfin que l'AMF ne reprend pas la distinction qu'elle avait opérée dans le passé entre les *swaps* contenant une composante optionnelle et les autres produits dérivés²⁵. Il faut s'en féliciter car cette distinction ne nous semblait pas, au regard des textes, fondée. ■

19. V. déjà position AMF du 14 septembre 2006 concernant les fonds étrangers structurés sur *hedge funds*, Banque & Droit n°109 septembre-octobre 2006, p. 67 ; V. également la position AMF du 1er février 2006 sur les *swaps* de performance sur OPC étrangers, Banque & Droit n°106 mars-avril 2006, p. 50, F. Bussière.

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

21. V. Communiqué AMF du 20 juillet 2007, Revue mensuelle AMF n°39 septembre 2007, p. 31.

22. V. article R. 214-12 et s. du Code monétaire et financier.

23. Rapport annuel Cob 2002, préc.

24. Articles L. 533-10 du Code monétaire et financier et 313-20 du règlement général AMF ; V. F. Bussière et B. Henry, « La directive MIF et la gestion d'actifs », Banque & Droit n°115 septembre-octobre 2007, p. 5.

25. Position AMF 1^{er} février 2006, préc.