

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIERE
Direction des
affaires juridiques
Société Générale
Asset Management

Règlement général AMF – Modifications – ETF – Rétrocession de frais.

A peine adopté en novembre dernier que le règlement général AMF se trouve déjà modifié par un arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie du 15 avril 2005¹, réformant, d'une part, le régime des OPCVM admis à la cotation sur un marché réglementé et précisant, d'autre part, les règles relatives aux rétrocessions de frais et de souscription/rachat pour les fonds investissant dans d'autres fonds.

La première modification tend à élargir le champ des OPCVM admis à la cotation sur un marché réglementé (plus connus sous le vocable de « *Exchange traded fund* » ou ETF²). L'article 1^{er} du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 reconnaît l'admission à la négociation sur un marché réglementé des « *actions ou parts d'OPCVM autorisées à la commercialisation en France et dont l'objectif est fondé sur un indice* »³. Or, jusqu'à la publication de l'arrêté du 15 avril 2005, le règlement général AMF (article 211-1) reconnaissait le bénéfice de cette cotation aux seuls OPCVM strictement indiciels, au sens de l'article 16 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989. Le règlement général AMF était donc plus restrictif que le décret de 1989, ce dernier reconnaissant également l'admission à la négociation pour les OPCVM fondés sur un indice. L'arrêté du 15 avril 2005 vient corriger cette différence en alignant le régime de l'admission des OPCVM prévu par le règlement général sur celui édicté par le décret n° 89-624. Désormais, peuvent être admis à la négociation sur un marché réglementé les « *parts ou actions d'OPCVM dont l'objectif est de reproduire l'évolution d'un résultat obtenu par l'application à un indice répondant aux conditions mentionnées au II de l'article 16 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 d'une formule mathématique appelée "algorithme"* » (art. 411-56-1 nouveau du règlement général AMF). Cette nouvelle disposition reconnaît en conséquence la cotation des OPCVM fondés sur un indice, en plus des OPCVM strictement indiciels. Elle ne crée pas

pour autant une nouvelle catégorie d'OPCVM. Ces OPCVM fondés sur un indice existent déjà en France, commercialisés sous la classification d'OPCVM diversifiés. Typiquement, ces OPCVM recouvrent les OPCVM à gestion dite « coussin »⁴, et plus précisément les OPCVM garantis et les OPCVM à effet de levier reposant sur un indice. L'algorithme appliqué à l'indice permet au gestionnaire, en fonction de ses anticipations de marché, de modifier l'exposition de l'OPCVM audit indice, et ce, via des variables définies dans le prospectus complet du produit. La gestion n'est donc pas purement passive, à la différence des OPCVM indiciels. En outre, il convient de relever que cet algorithme est différent d'une formule au sens du décret n° 89-623⁵.

Quand bien même ce type d'OPCVM est répandu dans sa version non cotée, et ne présente pas de risque particulier par rapport aux autres, le règlement général prévoit, en termes d'information, un régime particulier. Outre les mesures applicables à tout OPCVM admis à la cotation, les articles 411-56-1 et 411-56-2 du règlement général prévoient que l'algorithme et les variables dont l'OPCVM dépend doivent être décrits dans le prospectus complet, et ce, dans des conditions permettant une bonne information du public. Par ailleurs, tout ajustement d'une variable de l'algorithme doit donner lieu à une information sept jours ouvrés avant la mise en œuvre de cet ajustement. Il est intéressant de relever que s'agissant des OPCVM similaires non cotés, ces modifications ne donnent pas lieu à une telle information formelle des investisseurs. Par ailleurs, toujours en vue d'assurer une information complète, l'ensemble des informations sur ces OPCVM doivent être mises en ligne sur le site internet de la société de gestion.

Le second changement majeur du règlement général AMF touchant la gestion d'actifs concerne le régime des rétrocessions de frais lors de l'investissement d'un OPCVM dans d'autres OPCVM. On se souvient que le règlement général AMF, codifiant en partie les conclusions du rapport Adhémar sur les frais et commissions à la charge de

1 Arrêté du 15 avril 2005 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF publié au JO du 22 avril 2005.

2 A. Cousin, *Les fonds exchange traded funds, des structures d'investissement novatrices*, Rev.dr.banc. 2000, p. 377.

3 Sur l'ensemble de la question : J.-G. d'Hérouville et Ph. Goutay, *La cotation des parts d'OPCVM pour bientôt*, Banque Stratégie n° 176 novembre 2000, p. 29.

4 L'AMF entend par gestion coussin, celle dont « *l'objectif de gestion est d'offrir, à une échéance donnée, une protection de capital et une performance liée à certains marchés* » (communiqué AMF du 24 mai 2005 sur

les conditions d'information des souscripteurs des fonds (à formule). Pour une présentation de ces techniques de structuration financière, V. R. Vedeilhé, *Tout savoir sur les produits structurés*, LGDJ 2002.

5 Aux termes de l'article 15-1 du décret du 6 septembre 1989, un OPCVM à formule répond à deux conditions : 1) son objectif de gestion est d'atteindre, à l'expiration d'une période déterminée, un montant déterminé par application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie ; 2) la réalisation de l'objectif de gestion est garantie par un établissement de crédit. À la différence des OPCVM à formule, la modification d'une variable composant l'algorithme, dès lors qu'elle est prévue par le prospec-

l'investisseur, a interdit à une société de gestion de percevoir des commissions d'OPCVM dans lesquelles elle investit pour le compte de ses OPCVM. Si une telle rétrocession existe, elle doit alors bénéficier exclusivement à l'OPCVM de tête, et donc à ses porteurs ou actionnaires. En outre, un distributeur d'OPCVM ne peut également toucher ces rétrocessions des fonds sous-jacents figurant dans le portefeuille du fonds de tête qu'il distribue. Ces mesures poursuivent une finalité commune : prévenir tout conflit d'intérêt et assurer l'indépendance du gestionnaire de l'OPCVM de tête en dissociant clairement le choix d'un fonds sous-jacent d'une éventuelle rétrocession en faveur du gestionnaire et/ou du distributeur⁶. Toutefois, dans sa rédaction première, le champ d'application territoriale de ces interdictions demeurait difficile à sérier. Avaient-elles également vocation à s'appliquer aux OPCVM étrangers gérés par une société de gestion française via une délégation de gestion financière⁷? Faute d'harmonisation européenne sur cet aspect, une réponse positive à cette question aurait pu entraîner une distorsion de concurrence au détriment des sociétés de gestion françaises. Toutefois, la question se posait légitimement du fait que les interdictions figuraient dans le Livre III du règlement général AMF relatif aux prestataires (art. 322-43), édictant, par définition, un corps de règles applicables à toute société de gestion, quelle que soit la nationalité du fonds géré⁸. La modification du règlement général opérée par l'arrêté du 15 avril 2005 apporte une clarification attendue sur ce point par les professionnels de la gestion⁹. Elle est accompagnée d'une note explicative de l'AMF¹⁰.

Cette modification s'effectue en deux temps. D'une part, suite à l'arrêté du 15 avril 2005, le régime de rétrocession des frais de gestion et de souscription/rachat relève dorénavant des règles de distribution des produits d'épargne prévues au Livre IV du règlement général AMF. Ce glissement vers le Livre IV du règlement général AMF signifie clairement que le régime des rétrocessions constitue des règles de commercialisation, et non plus des dispositions applicables à toute société de gestion. Ce changement de nature de la règle permet à l'AMF, d'autre part, et dans un second temps, de restreindre les interdictions étudiées aux seuls OPCVM commercialisés en France (nouvel article 411-53-1). En cela, elles constituent des dispositions d'ordre public de protection des investisseurs français. Tout OPCVM (français ou non) géré par une société de gestion française, dès lors qu'il n'est pas commercialisé en France, ne tombe pas en conséquence sous les interdictions édictées à l'article 411-53-1 du règlement général. En

revanche, le nouvel article 411-61 du règlement général AMF soumet désormais les OPCVM étrangers autorisés à la commercialisation en France aux interdictions mentionnées à l'article 411-53-1 du règlement général. Par ailleurs, pour permettre la distribution d'OPCVM via des plateformes de commercialisation, le règlement général prévoit également, dans une rédaction peu précise, une dérogation en faveur « des rétrocessions destinées à rémunérer un tiers chargé de la commercialisation d'OPCVM ou de fonds d'investissement lorsque ce tiers intervient de manière indépendante de la société de gestion investissant dans ces OPCVM ou fonds d'investissement »¹¹.

Outre ces deux changements importants, l'arrêté du 15 avril 2005 homologue d'autres changements touchant la gestion d'actif. On relèvera notamment qu'une société de gestion n'est plus tenue de disposer de collaborateurs compétents, et ce, de manière permanente (art. 22-14 nouveau du règlement général). Cette disposition est de nature à faciliter la mise à disposition de personnels dans les groupes de sociétés. Par ailleurs, le rapport annuel d'un OPCVM doit dorénavant mentionner les OPCVM et les fonds d'investissements gérés par la même société de gestion ou les entités de son groupe (art. 322-71 nouveau du règlement général AMF). Dans sa rédaction antérieure, seuls les OPCVM gérés par une même société de gestion devaient figurer dans ce rapport. Enfin, on mentionnera les modifications du règlement général AMF d'une nature plus technique, relatives notamment aux délais de constitution des compartiments d'OPCVM (art. 411-5 et 411-7 nouveaux du règlement général AMF).

Code de bonne conduite – Présentation des performances – Actualisation avril 2005.

Il convient de signaler l'actualisation du Code de bonne conduite relatif à la présentation des performances et des classements des OPCVM, promu par l'AFG et l'Observatoire de la présentation et de l'utilisation des performances et des classements des OPCVM. Ce texte est important à double titre : d'une part, la présentation des performances figure parmi les éléments essentiels sur lesquels l'investisseur va prendre sa décision d'investissement. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la performance doit figurer dans le prospectus simplifié (Partie B)¹² ; d'autre part, des contentieux importants peuvent prendre naissance pour une présentation incomplète ou erronée de la performance d'un OPCVM. Récemment, la presse a fait écho des poursuites

tus complet, ne remet pas en cause l'OPCVM. Par ailleurs, ces ETF reposant sur un indice se distinguent des OPCVM à formule qui sont généralement construits autour d'un swap de performance. Or, ces ETF reposent sur une gestion traditionnelle (gestion dite « coussin »).

6 F. Bussière, *De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers*, Mélanges D. Schmidt Joly Editions 2005, p. 109.

7 Quid, par exemple, de l'application des interdictions à un fonds irlandais dont la gestion financière est déléguée à une société de gestion française, et commercialisé auprès d'investisseurs non français ? Est-ce que le rattachement au droit français, via la personne du délégataire, est satisfaisante alors que le droit applicable au fonds et le régime de commercialisation relèvent d'un droit étranger ? On pouvait en douter.

8 Sur la problématique, V. Banque & Droit janvier-février 2005, p. 50.

9 Cette clarification avait été annoncée par l'AMF dans sa revue mensuelle de décembre 2004 (n° 9, p. 49).

10 Modifications du règlement général relatives à l'interdiction des rétrocessions des frais de gestion dans les fonds de fonds, Rev. mensuelle

AMF n° 14, mars 2005 ; position AMF également disponible sur le site internet de l'AMF.

11 Bien que la volonté de l'AMF soit d'autoriser l'activité de plateforme d'OPCVM, la rédaction du nouvel article 411-53-1-4° est fort imprécise. En effet, la disposition ne précise pas quels sont les OPCVM commercialisés par le tiers indépendant de la société de gestion du fonds de tête : fonds de tête ou fonds cibles ? L'interprétation de l'AMF retenue dans son communiqué de presse commande de limiter la disposition aux seuls fonds cibles.

12 Non sans difficulté. Par exemple, l'Instruction AMF n° 2005-02 du 25 janvier 2005 exige que la performance soit calculée sur l'année civile, qu'elle soit attestée par les commissaires aux comptes de l'OPCVM et que l'actualisation des données intervienne trois mois et demi après la clôture de l'exercice de l'OPCVM. Dans ce système, un OPCVM qui clôture fin septembre 2005 procédera à une actualisation en janvier 2006 sur la performance 2004. En termes d'information des investisseurs, l'information ainsi fournie n'est pas pertinente, faute d'être actuelle.

judiciaires intentées contre un grand distributeur à l'occasion de la promotion d'un fonds à formule¹³. Compte tenu de l'importance de la présentation de la performance qui figure, outre dans le prospectus, mais également dans les plaquettes commerciales, l'AMF exige la communication des dites plaquettes lors de l'agrément de certains OPCVM¹⁴.

Le Code de bonne conduite AFG se compose de deux parties : dix règles, contraignantes, s'imposant aux gestionnaires d'OPCVM, et dix recommandations s'adressant aux médias et aux agences de mesure de performance. Cette actualisation du Code, dont la dernière remonte à novembre 2001, n'apporte pas réellement de nouveautés de

fond. Elle s'attache davantage à le présenter de manière plus lisible et compréhensible. Ainsi, désormais, les dix règles applicables à tout gestionnaire sont regroupées autour de trois thèmes, que sont les données, le traitement et la présentation. Sur le fond, il convient de relever que deux recommandations de l'AFG sont rehaussées et accèdent au statut de règle (règle n° 2 obligeant de retenir une référence pertinente pour les OPCVM indiciaires, et règle n° 7 sur l'information des risques). Relevons enfin que ce Code de bonne conduite s'applique à toute société de gestion, quels que soient le type d'OPCVM géré et la nature de la clientèle approchée (profane, avertie ou qualifiée). ■

13 V. *Le Figaro Economie* 12 mai 2005, p. VII.

14 Et ce, en application de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier. Cette exigence concerne principalement les OPCVM à formule et les OPCVM de fonds alternatifs. V. récemment le rappel de l'AMF sur les conditions d'information des fonds à formule et des fonds mettant en œuvre une gestion structurée, Communiqué AMF du 24 mai 2005, disponible sur le site internet de l'AMF.

REVUE BANQUE CLUB BANQUE

Club
BANQUE

Mardi 5 juillet 2005

Bâle II : préparer l'homologation

Président de séance : Radwan Hoteit, Associé, Ernst & Young

Actualité réglementaire et point sur l'homologation

Pierre-Yves Thoraval, Secrétaire général adjoint, Commission Bancaire

Premières réalisations et préparation de l'homologation

Jean-Michel Conte, Directeur, responsable du programme Bâle II,

Caisse Nationale des Caisses d'Épargne

Impacts de Bâle II sur le réseau pour la clientèle Entreprises

Corinne Oremus, Directeur du marché entreprises, direction générale des réseaux, CCF groupe HSBC

Calcul du ratio: impact sur les processus et répartition des rôles

Marie-Laure Delarue, Associée, Ernst & Young

La séance sera clôturée par un cocktail.

Mardi 5 juillet 2005 à 18 h 00

Auditorium de la FBF
18, rue La Fayette, 75009 Paris

Inscriptions et renseignements :

Magali Marchal
Tél. : 01 48 00 54 04
Fax : 01 47 70 31 67
marchal@revue-banque.fr

Partenaire officiel :

 **ERNST & YOUNG**