

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



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

Commission des sanctions de l'AMF – Engagement des OPCVM sur les marchés à terme – Division des risques – Méconnaissance de l'intérêt des porteurs

Par une décision de sanction en date du 19 juin 2007¹, la commission des sanctions de l'AMF rappelle les grands principes gouvernant la gestion collective pour le compte de tiers. En l'occurrence, une petite société de gestion gérant trois OPCVM avait manqué, selon la commission des sanctions, à trois règles essentielles de fonctionnement des OPCVM. Il était tout d'abord reproché à la SGP de ne pas avoir respecté la réglementation relative à l'utilisation des instruments financiers à terme, notamment la règle limitant l'engagement de l'OPCVM à une fois son actif. La mesure est destinée à limiter l'effet de levier inhérent à l'utilisation des produits dérivés et protéger de la sorte les porteurs ou actionnaires d'OPCVM². L'AMF attache une très grande importance à ce dispositif. Récemment, les règles de calcul de l'engagement des OPCVM sur les marchés à terme ont été profondément refondues afin de permettre au gestionnaire de mieux apprécier les risques encourus sur ces marchés³. Cette limite ne s'applique pas à certains OPCVM, comme le FCIMT, l'OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier ou l'OPCVM contractuel. Les OPCVM concernés étaient astreints à cette limite d'engagement. En l'espèce l'AMF avait relevé, sur une période de six mois, un peu plus de quinze dépassements à cette limite d'engagement. La commission considère tout d'abord que la responsabilité du gestionnaire ne saurait être écartée du fait de l'absence de réaction du dépositaire des OPCVM concernés. L'application des règles de fonctionnement des OPCVM relève en effet en premier lieu de la société de gestion. La solution est traditionnelle. Par ailleurs, il est intéressant de relever que

le reproche qu'adresse la commission à la société de gestion est la fréquence et l'ampleur des dépassements sur une courte période, « révélateurs d'importants dysfonctionnements ». À notre sens, à la lecture de la décision, on comprend qu'un seul dépassement n'aurait pas donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction, dès lors qu'une mesure correctrice aurait été adoptée dans les plus brefs délais⁴.

Le second grief reproché au gestionnaire tient dans le dépassement des ratios de division des risques applicables aux OPCVM, tels que formulés aux articles L. 214-4 et R. 214-6 du Code monétaire et financier. À nouveau, à l'image du dépassement des ratios d'engagement, c'est la méconnaissance « à de nombreuses reprises et parfois pour des montants importants » qui conduit la commission à retenir la responsabilité du gestionnaire. La décision est traditionnelle et s'inscrit dans le sillage de nombreuses autres décisions de la commission des sanctions.

Le troisième manquement constaté est tiré de la méconnaissance du gestionnaire à son obligation de promouvoir les intérêts des porteurs des fonds. On se souvient qu'en application des articles L. 214-3 du Code monétaire et financier et 522-31 du règlement général de l'AMF, l'activité de la société de gestion doit être conduite dans l'intérêt exclusif des investisseurs⁵. Or, en l'espèce, l'AMF avait constaté une rotation anormalement rapide du portefeuille de l'un des OPCVM, et ce, sans justification économique réelle, ayant conduit à un accroissement des frais au détriment des porteurs. Ce n'est naturellement pas la rotation du portefeuille qui est condamnable. Elle est inhérente à toute gestion active de portefeuille pour le compte de tiers. C'est la rotation sans justification économique qui encourt les reproches. À nouveau, le principe d'intérêts des porteurs se révèle comme une véritable limite à la liberté d'action du gestionnaire⁶.

1. Décision de sanction consultable sur le site Internet de l'AMF : <http://www.amf-france.org>.
2. V. déjà décision du conseil de discipline des OPCVM du 19 janvier 1996 n°1/9, Bull. mensuel COB n°299, février 1996, p. 44 ; décision n°4/95 du 28 juin 1996, Bull. mensuel COB n°306 octobre 1996, p. 45.
3. Modification du règlement général AMF (articles 411-44-1 et s.) par l'arrêté ministériel du 9 mars 2006 ; Banque & Droit n°107 mai-juin 2006, p. 63, F. Bussière.

4. V. décision du conseil de discipline des OPCVM n°2/96 du 2 juillet 1996, Bull. mensuel COB n°306 octobre 1996.

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

6. F. Bussière, « De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers », préc.

Ces manquements importants aux règles de fonctionnement des OPCVM conduisent également la commission des sanctions à considérer que le contrôle interne de la société de gestion était inadéquat au regard de l'activité du gestionnaire.

Pour l'ensemble de ces griefs, la commission prononce un blâme et une sanction pécuniaire de 10 000 euros à l'encontre de la société de gestion et une mesure d'interdiction d'exercer des activités dans le domaine de la gestion d'actifs pour le compte de tiers à l'encontre du gérant. On relèvera que la commission prend en considération, pour l'appréciation des sanctions, les mesures correctrices adoptées par la société de gestion.

Commission des sanctions – Gestion d'OPCVM – Méconnaissance de l'intérêt des porteurs – Recours à des comptes de stockage

La commission des sanctions, par une décision du 21 juin 2007⁷, apporte une nouvelle condamnation claire de tout recours abusif à la technique du compte « parking » dans le cadre de la gestion d'actifs pour le compte de tiers⁸. Les faits soumis à la commission mettaient en lumière une société de gestion ayant recouru « aux comptes de stockage, dits comptes de parking de manière à la fois généralisée, injustifiée et excessivement longue et sans respecter de surcroît les règles d'affectation des ordres groupés, ce qui a permis de favoriser certains comptes au détriment des autres ». Était notamment favorisé le compte de l'épouse d'un gérant de la société de gestion. Ces comptes, comme le rappelle la commission des sanctions, sont destinés à permettre « pour une valeur peu liquide, imposant, pour l'exécution d'un ordre, des interventions successives sur le marché, d'attendre la réalisation complète de l'ordre avant de l'affecter au cours moyen à un ou plusieurs clients ». Il faut comprendre que leur utilisation doit demeurer exceptionnelle et ne peut être tolérée que pour des transactions sur des titres peu liquides. Or, en l'occurrence, le compte ouvert par le gestionnaire poursuivait un autre objectif. Il lui permettait en effet d'intervenir sur des titres très liquides (dont certains faisaient partie de l'indice CAC 40) et de privilégier des clients au détriment d'autres. La durée de stockage des actions pouvait atteindre 10 voire 20 jours, délai naturellement excessif au regard de la liquidité des titres inscrits sur ce compte. Les textes applicables au moment des faits condamnaient très clairement cette pratique.

En effet, le règlement COB n°96-03 (article 16) disposait que « le prestataire doit obtenir la meilleure exécution possible des ordres » et « réduire de manière aussi brève que possible le délai total d'exécution des ordres depuis leur enregistrement initial jusqu'à l'exécution et la comptabilisation des opérations ». En outre, l'article 4 du même règlement COB obligeait le prestataire à traiter de manière égalitaire les portefeuilles gérés. L'AMF veille scrupuleusement au respect de cette

disposition essentielle⁹. Or, certains portefeuilles étaient privilégiés, dans le sens où y étaient inscrites les opérations gagnantes. Ainsi, la commission relève qu'environ 74 % des opérations favorables étaient affectées à ces portefeuilles.

La commission, pour l'ensemble de ces faits, prononce un avertissement à l'encontre de la société de gestion, une sanction pécuniaire de 5 000 euros contre le dirigeant dudit gestionnaire et, enfin, une mesure d'interdiction d'exercer pendant trois ans des activités dans le domaine de la gestion pour compte de tiers contre le gérant. Cette décision, rendue sous l'empire de textes anciens, conserve tout son intérêt tant la directive marchés d'instruments financiers (MIF), entrée en vigueur au 1^{er} novembre 2007, a renforcé l'obligation des prestataires d'exécuter les ordres des clients aux mieux de leurs intérêts.

Rapport AMF sur l'évaluation du cadre de la régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration

L'AMF vient de publier un rapport important sur l'évaluation du cadre de la régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration¹⁰. Ce rapport rédigé par les services de l'AMF en collaboration avec les professionnels de la gestion, et ce, sous la présidence de Philippe Adhémar, membre du collège de l'AMF, a pour ambition d'évaluer la réglementation relative à l'activité de multigestion alternative et envisager des pistes d'adaptation. Pour mémoire, cette dernière activité a été fortement encadrée ces dernières années. Le point de départ a été le relevé de décisions COB de multigestion alternative d'avril 2003¹¹, instaurant un régime spécifique à cette activité, consacré rapidement par la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière¹². Cette loi a offert aux gestionnaires français un véhicule dédié, l'OPCVM à règles d'investissements allégées (ARIA) de fonds alternatifs, tel que défini aujourd'hui aux articles L. 214-35 et s. du Code monétaire et financier et 413-12 du règlement général AMF. Parallèlement, l'AMF a exigé des acteurs de se doter de moyens suffisants pour gérer ces fonds de fonds. Ces moyens doivent être décrits dans un programme d'activité particulier, approuvé par l'autorité de surveillance¹³.

9. V. par ex. décision du conseil de discipline des OPCVM n°3/95 du 2 juillet 1996, Bull. mensuel COB n°306 octobre 1996, p. 57; décision du conseil de discipline de la gestion financière n°1/01 du 10 septembre 2002, Bull. mensuel COB n°374 décembre 2002, p. 51; décision n°7/02 du 30 juin 2002, Bull. COB octobre 2003, n°383, p. 99; décision de la commission des sanctions de l'AMF du 7 octobre 2004, Revue mensuelle AMF janvier 2005, n°10, p. 11.

10. Disponible sur le site de l'AMF; V. également M. Prada, « Le monde des hedge funds : préjugés et réalité, La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », Banque de France, Revue de la stabilité financière n°10 avril 2007, p. 139.

11. V. La régulation de la multigestion alternative : relevé de décision de la COB, Bull. mensuel COB avril 2003, n°378, p. 11; Banque & Droit n°89 mai-juin 2003, p. 42, F. Bussière.

12. 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; L. Dumoulin, « Les OPCVM dans la loi de sécurité financière », Droit et Patrimoine n°121, décembre 2003, p. 81.

13. Article R. 214-37 du Code monétaire et financier.

7. Décision de sanction consultable sur le site de l'AMF : www.amf-france.org.

8. V. déjà la décision de sanction de la commission des sanctions AMF du 9 septembre 2004, Revue mensuelle AMF n°7, octobre 2004, p. 27.

Trois raisons ont conduit l'AMF à mener à cet exercice d'évaluation de sa propre régulation. Tout d'abord, conformément à ses engagements pris pour assurer une meilleure régulation¹⁴, l'AMF procède dorénavant à l'évaluation des normes qu'elle édicte. Par ailleurs, des réflexions sur la régulation des fonds de fonds alternatifs ont été développées récemment au niveau international. En premier lieu, il convient de citer les travaux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), notamment sa consultation publique sur la multigestion alternative, devant aboutir à l'élaboration des standards de régulation¹⁵. Il convenait donc d'intégrer ces réflexions au niveau national. Enfin, la défaillance du *hedge fund* américain Amaranth, présent dans les portefeuilles de certains OPCVM français, avait incité l'AMF à engager des discussions avec les professionnels sur la robustesse de sa régulation, notamment quant aux diligences effectuées par le gérant de fonds de fonds.

Le rapport Adhémar formule ainsi une série de recommandations en vue de moderniser le régime de la multigestion alternative. Tout d'abord y sont exprimées des recommandations concernant le fonctionnement même des OPCVM de fonds alternatifs. La principale d'entre elles consiste à abandonner les treize critères (article 411-34 du règlement général AMF) que tout *hedge fund* doit remplir pour être valablement souscrit par un fonds de fonds français au bénéfice d'une approche fondée sur des principes. Aujourd'hui un gestionnaire de fonds de fonds alternatif peut souscrire uniquement dans des actifs sous-jacents répondant aux critères définis par l'AMF. Ces caractéristiques limitent en conséquence le champ des investissements aux seuls actifs offrant un niveau de sécurité et liquidité suffisant. Cette régulation était nécessaire pour promouvoir la multigestion alternative en France dans un cadre sécurisé. En pratique, elle a toutefois montré des limites, comme le relève justement le rapport Adhémar. D'une part, certains des critères définis par l'AMF donnent lieu actuellement à des interprétations divergentes par les professionnels, rendant incertains des investissements dans des fonds alternatifs (notamment les critères 5 et 6). D'autre part, l'application stricte de cette liste exclue en pratique les principaux *hedge funds* américains du fait que ces derniers ne sont pas stricto sensu régulés par une autorité de surveillance¹⁶. Les fonds alternatifs suisses se trouvent également, dans une moindre mesure, exclus du champ d'investissement des gestionnaires français. C'est pourquoi le rapport Adhémar propose une approche fondée sur les principes qui « consiste à s'assurer que le multigérant aura analysé les points clés relatifs au régime juridique, au fonctionnement et à l'organisation du *hedge fund* avant d'investir dans celui-ci ». En d'autres termes, à suivre cette approche, il reviendrait à chaque société de gestion d'apprécier pleinement l'investissement dans un *hedge fund*, et ce, sous sa propre responsabilité. L'AMF effectuerait,

dans ce schéma, un contrôle a posteriori. Elle ne limiterait plus en conséquence les investissements autorisés. C'est la principale recommandation du rapport. Le rapport recommande seulement que trois principes soient respectés lors de la sélection des fonds sous-jacents. Le gestionnaire devra s'assurer : de l'existence et de l'opposabilité permanente des droits attachés aux instruments dans lesquels l'actif de l'OPCVM est investi, de la conservation distincte des actifs du fonds sous-jacent de celle des actifs propres du conservateur et du mandataire, de la valorisation appropriée sur une base au moins mensuelle des parts ou actions détenues par l'OPCVM et de l'existence d'une obligation légale d'audit ou d'une certification légale au moins annuelle des comptes. Ces principes sont rédigés dans des termes flous qui, s'ils sont retenus, devront être davantage précisés et clarifiés.

On relèvera également que le rapport Adhémar préconise la reconnaissance des fonds de fonds de fonds alternatifs, pour permettre au gérant d'investir dans des stratégies spécifiques dont il n'a pas d'expertise particulière. Aujourd'hui, ces cascades d'OPCVM sont interdites en droit français pour éviter tout empilement des frais. Cet assouplissement serait néanmoins subordonné à trois conditions : une transparence totale sur les frais ; les rétrocessions éventuelles du fait des investissements dans les fonds de fonds devraient nécessairement profiter au fonds de tête ; les fonds de fonds sous-jacents devraient être des OPCVM français ou des OPCVM autorisés à la commercialisation en France. Le rapport se montre également favorable à la possibilité offerte aux OPCVM de fonds alternatifs de recourir, sous certaines conditions¹⁷, aux instruments financiers ayant comme sous-jacent des *hedge funds*. À ce jour, le recours à ce type d'instrument financier à terme n'est possible que si le produit dérivé ne comporte pas de composante optionnelle¹⁸. Un autre point sensible abordé par le groupe de travail réuni par M. Adhémar est le type d'information à fournir aux investisseurs. On le sait, l'information des épargnants est au cœur des dernières réformes touchant la gestion d'actifs pour le compte de tiers¹⁹. L'entrée en vigueur de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) de 2004 en fournit une nouvelle illustration²⁰. Deux améliorations sont envisagées : tout d'abord, affiner la rédaction des prospectus de l'OPCVM pour permettre à l'investisseur de cerner davantage la stratégie dominante et le profil rendement/risque ; en outre, fournir aux investisseurs des informations adaptées sur les investissements réalisés par le fonds de fonds. Enfin, le rapport appelle un

14. AMF, « Les résultats de la consultation et les engagements de l'Autorité des marchés financiers pour une meilleure régulation. Synthèse et orientations », novembre 2006, disponible sur le site de l'AMF.

15. Consultation report, « Call for views on issues that could be addressed by IOSCO on funds of Hedge funds », Avril 2007, disponible sur le site Internet de l'OICV.

16. V. Banque & Droit n°111 janvier-février 2007, p. 43.

17. Selon le rapport, deux conditions devraient être remplies pour recourir à ces instruments financiers : d'une part, la société de gestion devra démontrer au régulateur qu'elle est en mesure, sur une base permanente, de valoriser ces produits d'une manière précise et indépendante ; d'autre part, elle devra indiquer dans son prospectus les implications de l'utilisation de ce type de dérivé sur le profil de risque de l'OPCVM, notamment si l'instrument financier à terme permet à ce dernier d'être en levier sur le fonds sous-jacent.

18. Position AMF du 1^{er} février 2006, Banque & Droit n°106 mars-avril 2006, p. 50, F. Bussière.

19. Sur l'ensemble de la question, V. notamment M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil, de mise en garde des prestataires de services d'investissement », in Droit de la responsabilité et droit des marchés financiers, Bull. Joly mai-juin 2007, n°3, §66, p. 312.

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

assouplissement du régime des délégations de gestion financière. On se souvient que depuis 2003 l'AMF interdit à une société de gestion française de déléguer la gestion d'un OPCVM de fonds alternatif français à un gestionnaire étranger²¹. Il conviendrait, à notre avis, d'appliquer simplement les dispositions relatives à la technique de délégations, telles que prévues par le règlement général de l'AMF. Enfin, le rapport conclut au maintien de certaines règles de fonctionnement des OPCVM de fonds alternatifs, notamment le seuil d'investissement minimum de 10 000 euros. Ce ticket d'investissement minimum permet de réserver ces produits complexes à des investisseurs avertis²².

La deuxième série de recommandations concerne non plus les produits, mais le gestionnaire d'OPCVM lui-même. Dans le dispositif actuel, toute société de gestion qui entend investir un euro dans un fonds alternatif étranger est tenue de remplir un programme d'activité spécifique dans lequel sont décrits les moyens humains et techniques affectés à cette activité. Il y est notamment défini les procédures de sélection des fonds sous-jacents (procédures dites de « *due diligence* ») qui doivent permettre d'apprécier les risques liés à un investissement. Le rapport préconise de ne plus imposer une organisation particulière au gestionnaire. Celui-ci pourrait, selon le rapport, définir de manière appropriée la manière dont il conduit ses procédures de *due diligence*. Il lui reviendra seulement de formaliser ses procédures de sélection des hedge funds. Dans ce cadre, la société de gestion devra

être en mesure de justifier a posteriori ses décisions d'investissement. En pratique, cette approche fondée sur les principes n'est pas totalement nouvelle ; de nombreux professionnels la mettent déjà en œuvre. En revanche, le rapport Adhémar milite fortement en faveur d'une mesure innovante qu'est l'instauration de mécanismes de seuils de rachat (mécanisme dit de « *gate* »). Cette technique consiste à prévoir la possibilité pour le gestionnaire de limiter les rachats de parts sur chaque valeur liquidative (VL) de l'OPCVM, le solde n'ayant pas été exécuté étant reporté sur la prochaine VL. Ce mécanisme, assez répandu chez les gestionnaires anglo-saxons, permet, lors d'un rachat massif de parts, d'éviter que le gérant se trouve contraint de céder dans des conditions désavantageuses des actifs peu liquides en vue d'honorer les demandes de remboursement. Ainsi, au lieu de brader des actifs figurant en portefeuille, le gestionnaire limite, dans des conditions à définir, les rachats²³.

En conclusion, le rapport Adhémar milite en faveur de la création d'un véhicule européen dédié à la multigestion alternative. La régulation que défend le rapport pourrait fournir des premiers éléments de réflexion en ce sens²⁴. Ce dernier projet est nécessaire tant les offres de multigestion alternative se sont fortement diffusées auprès du grand public ces dernières années²⁵. ■

21. V. « La régulation de la multigestion alternative : relevé de décisions de la COB », avril 2003, préc.

22. Reste en suspend la question de la concurrence des OPCVM de fonds alternatifs par des produits structurés (type EMTN/BMTN) qui permettent d'accéder à une gestion financière identique, sous une enveloppe juridique distincte, sans pour autant respecter ce seuil minimum d'investissement. Sur cette problématique, V. S. Puel, « La commercialisation de fonds étrangers en France : la fin d'un débat ? », Rev. Trim. Dr. Fin. n°2/2006.

23. Sur la question de l'impact de la liquidité des fonds sous-jacents sur le calcul des VL de l'OPCVM de fonds alternatifs, V. l'arrêté du 10 mai 2006 modifiant le règlement général AMF, Banque & Droit n°108 juillet-août 2006, p. 43, F. Bussière.

24. V. le Livre blanc de la Commission européenne sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement du 15 novembre 2006, disponible sur le site Internet de la Commission européenne ; Banque & Droit n°112 mars-avril 2007, p. 53, F. Bussière.

25. V. Etude AMF, « Impacts de l'innovation sur l'offre de gestion d'actifs en Europe », Revue mensuelle de l'AMF n°25 mai 2006, p. 57.