

L'offre de services de gestion d'actifs aux Etats-Unis



FABRICE BUSSIÈRE
Responsable des affaires juridiques
Barep



JASON TRÉPANIÉRIER
Juriste financier
Barep Asset Management

Groupe Société Générale

La réglementation américaine relative à la gestion d'actifs pour le compte de tiers rend difficile, pour une société de gestion française, l'offre d'Opcvm et de services de gestion de portefeuille auprès du grand public aux Etats-Unis. En revanche, les règles américaines sur le placement privé facilitent une telle offre à destination d'une clientèle plus qualifiée. Le gestionnaire devra toutefois s'assurer que son offre respecte pleinement le «Securities Law» et, le cas échéant, le «Commodities Law».

La récente vague d'acquisitions de sociétés de gestion américaines par des groupes financiers français démontre tout l'intérêt porté par ces derniers pour le marché américain de la gestion d'actifs. Ce marché représente le premier marché mondial par sa taille (1). Il est également d'une grande diversité, riche en produits «grand public» – dont les fonds de pension – mais aussi en produits plus spécialisés (2) à destination d'investisseurs institutionnels intervenant pour compte propre ou pour le compte de tiers. Si l'offre aux Etats-Unis de fonds d'investissements et de gestions (3) de ce dernier type par les gestionnaires américains est déjà très développée, on constate néanmoins une forte demande de nouveaux produits, non américains et, en particulier, d'origine européenne.

Dans ce contexte, le montant des encours sous gestion (4) et la diversité des types d'Opcvm gérés en France (5) sont une preuve à la fois de l'expertise et de la capacité des sociétés de gestion françaises à gérer des produits performants et à proposer des gestions dans des secteurs dynamiques (actions, produits monétaires «dynamiques», produits dérivés). Ainsi, leurs gestions, de même que leurs Opcvm, sont tout à fait de nature à attirer des capitaux venant d'investisseurs aux Etats-Unis.

Cependant, l'étude préalable du cadre réglementaire américain s'impose, en ce qui concerne notamment la possibilité pour des gestionnaires français d'offrir des parts de

fonds d'investissement ainsi que des services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers aux Etats-Unis (6).

A titre liminaire, il est intéressant de relever qu'aucune loi américaine ne régit spécifiquement le placement aux Etats-Unis de fonds d'investissement de droit étranger ou une offre de services de gestion de portefeuille par un gestionnaire étranger. Il est vrai que l'*Investment Company Act* de 1940 interdit seulement aux fonds d'investissement étrangers de réaliser une opération avec appel public à l'épargne de parts sur le territoire américain sans obtenir l'autorisation préalable de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) (7), l'équivalent de la Commission des opérations de bourse (Cob).

Cependant, pour ce qui est du placement privé d'Opcvm – comme nous le verrons –, le droit financier américain offre un cadre réglementaire élaboré, permettant la vente de parts de fonds étrangers gérés par des gestionnaires non américains. Aussi, la vente par des gestionnaires français de leurs fonds d'investissement s'en trouve d'autant facilitée. De même, le droit américain n'impose – sauf pour les interventions sur les marchés à terme – ni une obligation d'enregistrement des gestionnaires (8), ni des obligations particulières selon la nationalité du gestionnaire (9). Par conséquent, un gestionnaire français pourrait recevoir un mandat ou une sous-délégation de gestion de la part d'un client américain sans enregistrement particulier.

De manière générale, toute offre de parts de fonds d'investissement et de services de gestion de portefeuille aux Etats-Unis met en jeu un ou plusieurs des textes de droit financier américain fondamentaux suivants (le *Securities Law*) :

Les auteurs tiennent à remercier David R. Sawyer, du cabinet Sidley & Austin, Chicago, pour ses conseils avisés.

- le *Securities Act* de 1933 ;
- le *Securities Exchange Act* de 1934 ;
- l'*Investment Company Act* de 1940 ; et
- l'*Investment Advisers Act* de 1940.

De même, dans la mesure où un fonds ou un gestionnaire intervient sur les marchés à terme, le *Commodity Exchange Act* de 1922 (modifié profondément en 1974), et plus généralement le *Commodities Law*, peuvent également s'appliquer à l'offre de parts ou de services de gestion.

Ces lois sont à la fois longues et complexes (complétées par des *Regulations* et des *Interpretive* et autres *No-Action Letters*, c'est-à-dire la jurisprudence des autorités exprimée à travers des avis donnés au cas par cas) instituant de nombreuses obligations auprès des autorités de tutelle américaines. Toutefois, ces textes prévoient également de nombreux cas de dispenses et de dérogations (appelés *exemptions* ou *safe harbors*) que nous aborderons en détail. C'est pourquoi, compte tenu des obligations lourdes inhérentes aux différents enregistrements auprès des autorités de tutelle américaines, il est dans l'intérêt du gestionnaire non américain de bénéficier des dérogations prévues par la réglementation.

Ainsi, il conviendra d'examiner successivement l'application du *Securities Law* (I) et du *Commodities Law* (II) à l'offre de gestions et de fonds d'investissement étrangers aux Etats-Unis.

I L'application du *Securities Law* aux gestions et fonds d'investissement étrangers

Toute offre par une société de gestion française de parts de fonds d'investissement ou d'un service de gestion de portefeuille aux Etats-Unis se trouve soumise au *Securities Law*. Cette réglementation régit l'offre de titres sur le territoire américain (1) et met en place des règles spécifiques à l'activité de gestion pour le compte de tiers (2).

1. Les règles générales sur l'offre de titres sur le territoire américain : le *Securities Act* et le *Securities Exchange Act*

L'offre de parts de fonds d'investissement par un gestionnaire étranger doit respecter les dispositions du *Securities Act* et du *Securities Exchange Act*. Il s'agit de règles générales relatives à l'émission et la cession de titres sur le territoire américain, sans distinction quant à la nationalité de l'émetteur (10).

a) Le placement privé des parts de fonds d'investissement prévu par le *Securities Act*

Rappelons au préalable que le *Securities Act* de 1933 régit, au niveau fédéral (11), les diverses informations devant être fournies aux autorités américaines et aux investisseurs dans le cadre de tout appel public à l'épargne de titres (*securities*) sur le territoire américain (12). Il est prévu à cet effet (13) que toute émission de titres doit, sauf dérogation expresse, faire l'objet d'un enregistrement

auprès de la SEC, via le dépôt d'un *registration statement*. La SEC approuve également (14), lors d'une émission, un prospectus relatif aux titres émis comportant certaines informations obligatoires. Or, le placement de parts de fonds d'investissement – étrangers ou non – est assimilé à une émission de titres et doit suivre en conséquence le régime prévu par le *Securities Act*. Toutefois, compte tenu de la lourdeur des formalités d'enregistrement, le *Securities Act* prévoit des dérogations où un enregistrement n'est pas nécessaire, notamment lorsque les investisseurs sont, par nature, suffisamment qualifiés pour apprécier les risques inhérents à un investissement dans un fonds. Afin de bénéficier d'une dérogation, le vendeur de parts de fonds d'investissement (en pratique ce sera le gestionnaire ou le promoteur du fonds) doit obligatoirement se conformer au régime du placement privé des titres prévu par le *Securities Act*. L'existence d'un placement privé s'apprécie généralement au regard de deux textes : la Section 4(2) du *Securities Act* et la *Regulation D* (15).

Section 4(2) du *Securities Act*. - La Section 4(2) du *Securities Act* prévoit, dans sa rédaction de 1933, un principe de dispense d'enregistrement pour tout placement de titres qui se fait en l'absence d'«offre publique», c'est-à-dire en l'absence d'appel public à l'épargne «*not involving any public offering*». La SEC considère généralement qu'une offre n'est pas publique lorsqu'elle s'adresse à des investisseurs «avertis», sans faire pour autant l'objet de publicité ou de démarchage, et sans possibilité de cession au public (notion d'*underwriting*) (16). Compte tenu de cette définition très générale du placement privé, il est souvent recommandé à un gestionnaire de se placer sous le régime de la *Regulation D*.

Regulation D. - Adoptée en 1982 par la SEC, en tant que *safe harbor* pour l'application de la Section 4(2), la *Regulation D* du *Securities Act* définit le placement privé par des critères plus objectifs que ceux posés par la Section 4(2), à savoir :

- selon la qualité des investisseurs (*Rule 506*) ;
- et selon l'absence de publicité et de démarchage (*Rule 502(c)*) (17).

La *Regulation D* pose aussi comme condition le respect des contraintes relatives à la cession sur le marché secondaire (18).

La notion d'*accredited investor*. - En application de la *Rule 506*, le placement de parts de fonds doit être réservé aux seuls investisseurs dits «accrédités» au sens du *Securities Act* (notion de *accredited investor*). Un investisseur «accrédité» au sens de la *Regulation D* (défini par la *Rule 501*) est, de manière générale :

- une personne morale dont l'actif net excède 5 millions de dollars ;
- ou une personne physique (ou deux conjoints) dont la valeur du patrimoine excède 1 million de dollars (ou dont le revenu annuel dépasse 200.000 dollars pour une personne seule et 300.000 dollars pour deux conjoints) (19).

Il est intéressant de relever que, aux termes de la *Regulation D*, le nombre de porteurs de parts du fonds qui sont des investisseurs accrédités n'est pas, en principe, limité dès lors qu'il s'agit d'une offre «privée» (20). Par ailleurs, le même fonds peut également être proposé à 35

investisseurs non accrédités au sens du *Securities Act*, tout en bénéficiant du régime du placement privé. Toutefois, dans ce dernier cas, les investisseurs doivent recevoir une information équivalente à celle qui serait fournie en cas d'offre publique (21). C'est pourquoi, compte tenu de ces contraintes, le placement auprès de ces prospects demeure peu courant en pratique.

La notion de *manner of offering* au sens de la Rule 502(c).- Le respect des règles sur la *manner of offering* lors de la vente de parts de fonds constitue la seconde condition prévue par la *Regulation D* pour bénéficier d'une dispense à l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC. En d'autres termes, le gestionnaire se trouve dispensé de cette formalité dès lors que les parts de fonds font l'objet d'un placement sans publicité ni démarchage au sens de la *Rule 502(c)*. En application de cette règle, la SEC a rendu de nombreux avis précisant les pratiques tolérées lors de l'approche d'un client dans le cadre d'un placement privé de titres ou de parts de fonds. Ainsi, toute forme de publicité par voie de presse écrite, audiovisuelle ou électronique (Internet (22)), de même que tout démarchage direct par téléphone ou par courrier sont strictement interdits.

En outre – et même en l'absence de publicité et de démarchage –, le promoteur du fonds ne doit solliciter que des investisseurs avec lesquels il a déjà établi une relation préalablement (notion dite de «*pre-existing substantive relationship*» (23)). Cette relation commerciale préexistante permettra au promoteur du fonds d'apprécier, le cas échéant, si les parts de fonds proposées sont adaptées à l'investisseur au vu de sa situation financière et son niveau de compétence (notion de *suitability*). Elle participe en conséquence à l'obligation d'information qui pèse sur le promoteur.

La SEC, lorsqu'elle apprécie l'existence d'une telle relation préexistante, prend en considération avant tout la taille et l'activité de l'investisseur. Ainsi, un établissement financier ou une compagnie d'assurance de premier plan sont présumés apprécier pleinement les risques liés à la souscription du fonds, et ce, quelle que soit la relation établie avec le promoteur du fonds. En revanche, pour les autres clients (et notamment les personnes physiques), une relation avec le promoteur du fonds doit nécessairement être établie. Dans la pratique, elle prend la forme de questionnaires écrits relatifs, entre autres, au statut, à l'activité, à l'expérience et aux actifs de l'investisseur. Ces informations permettent au promoteur d'évaluer la situation financière et les compétences de l'investisseur (24).

L'utilisation de sites Internet.- L'utilisation de sites Internet pour fournir des informations relatives à des fonds d'investissement – voire éventuellement pour effectuer des souscriptions en ligne –, soulève une autre problématique juridique au regard des règles sur le placement privé du *Securities Act*. En effet, son utilisation constitue en principe une forme de publicité contraire à la Section 4(2). Par ailleurs, l'accès direct par un prospect à des informations fournies par un site Internet se concilie difficilement avec l'obligation d'établir une relation préalable, en application de la *Rule 502(c)* de la *Regulation D*.

Concrètement, deux cas de figure, fréquents en pratique, ont déjà fait l'objet d'avis ou de rapports de la SEC au regard des règles sur le placement privé. Tout d'abord, de nombreux sites fournissent des informations sur des fonds dont le gestionnaire est distinct du promoteur du site. Il s'agit souvent de sites consacrés aux *hedge funds* qui proposent des bases de données et des classements (25). Pour s'assurer que le promoteur des sites respecte en l'espèce les règles sur le placement privé, la SEC a posé les conditions suivantes (26) :

- l'accès au site Internet doit être sécurisé par des mots de passe réservés aux investisseurs «accrédités», au sens de la *Regulation D* ;
- le mot de passe ne doit être attribué qu'après la réception d'un questionnaire permettant de vérifier le statut de l'investisseur ;
- et l'investisseur ne peut pas effectuer par ailleurs de souscription de parts d'un fonds figurant sur le site pendant une période d'au moins 30 jours après l'attribution de son mot de passe (27).

S'agissant de sites propres aux gestionnaires de fonds d'investissement étrangers, la SEC considère que l'offre de parts de fonds via Internet ne relève pas du *Securities Act* (28), si ladite offre n'a pas lieu sur le territoire américain. Mais, en l'espèce, la SEC estime que le gestionnaire doit avoir pris toutes les mesures nécessaires de nature à éviter que le site Internet s'adresse directement – où même indirectement – aux investisseurs américains. En pratique, ces derniers ne doivent pas pouvoir accéder au site, lequel doit comporter des mises en garde explicites. Relevons que les sociétés de gestion françaises se trouvent également soumises à ces contraintes réglementaires, notamment via la recommandation Cob n° 99-02 (29), qui dispose que «*lorsque le site vise les résidents d'autres territoires, la société s'enquiert des réglementations spécifiques à chaque territoire et veille à les respecter*».

Il en va autrement pour un placement de titres ou de parts de fonds qui s'effectue sur le territoire américain – c'est-à-dire lorsque le fonds est ouvert aux investisseurs américains. Dans ce cas précis, le fonctionnement du site Internet du gestionnaire se trouve soumis aux dispositions de la *Regulation D*. Ainsi, seul un porteur existant du fonds ou éventuellement un investisseur avec lequel le gestionnaire a établi une relation préalable (voir supra) – en dehors du site Internet – peut accéder au site.

Le marché secondaire.- Lorsque l'émission ou la vente initiale de parts de fonds sur le territoire américain bénéficie d'une dérogation à l'enregistrement, toute cession ultérieure de ces mêmes parts doit en revanche faire l'objet d'un enregistrement, conformément au *Securities Act*, ou bénéficier alors d'une dérogation particulière. Il s'agit du régime de la cession (ou *resale*) des titres dits «à circulation limitée» (ou *restricted securities*) en raison de la dérogation ayant été accordée lors de leur émission initiale. D'autres dérogations sont reconnues en cas de cession, notamment sur le fondement des *Rule 144*, *Rule 144A* et la *Regulation S* du *Securities Act* (30). Cependant, compte tenu des spécificités de la plupart des fonds étrangers vendus aux États-Unis, les gestionnaires de ces fonds interdisent toute cession de leurs parts.

L'utilisation d'un prospectus.- Dans tous les cas, le prospectus du fonds doit comporter des mentions relatives aux restrictions en cas de cession et, de manière générale, des informations concernant le fonds lui-même, dont la stratégie d'investissement, les risques encourus et la fiscalité applicable. En effet, si dans le cadre d'un placement privé de fonds d'investissement relevant de la *Regulation D*, un prospectus n'est pas obligatoire (31), le gestionnaire a néanmoins l'obligation de s'assurer que des informations complètes sont remises à chaque investisseur (32).

b) L'encadrement de la vente de parts de fonds d'investissement par le *Securities Exchange Act*

Si le régime du placement privé de parts de fonds relève principalement du *Securities Act*, le *Securities Exchange Act* régit d'autres aspects de l'émission de titres aux Etats-Unis. La vente de parts de fonds d'investissement étrangers se trouve par conséquent soumise à cette dernière réglementation. Le *Securities Exchange Act* de 1934 régit toutes opérations sur titres, qu'elles interviennent sur des marchés réglementés (*exchange-traded*) ou de gré-à-gré (*over-the-counter* ou OTC) (33).

L'enregistrement comme broker.- Le *Securities Exchange Act* pose le principe de l'enregistrement comme *broker* de la personne morale (le gestionnaire ou, le cas échéant, le promoteur du fonds) qui effectue l'émission et/ou la vente des parts du fonds d'investissement. En effet, conformément à la Section 15(a)(1), tout intermédiaire (*any broker or dealer* (34)) qui réalise des opérations sur titres, ou qui sollicite des investisseurs en vue de procéder à des opérations sur titres, doit être enregistré auprès de la SEC. Par conséquent, sous réserve des dérogations accordées par la SEC, tout intermédiaire – distributeur ou apporteur d'affaires – qui participe à la vente de parts d'un fonds d'investissement étranger doit en principe être enregistré en tant que *broker*.

Le statut de *broker* implique notamment l'enregistrement individuel des salariés de l'intermédiaire qui participent aux placements, ayant réussi préalablement un examen organisé par la *US National Association of Securities Dealers, Inc.* (35). En outre, le *broker* peut, à la demande du gestionnaire, assurer le service de tenue de compte de ses clients. Dans tous les cas, le *broker* assume la responsabilité pour les informations fournies aux clients et a l'obligation de vérifier la compétence, ou la *suitability*, de l'investisseur en vertu d'une obligation dite de «*know your customer*».

Si le gestionnaire souhaite ne pas recourir aux services d'un *broker*, il est en droit d'effectuer lui-même le placement direct des parts du fonds d'investissement, en bénéficiant d'une dérogation à l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC. Celle-ci, appelée «*issuer's exemption*», est accordée à l'émetteur de titres, ainsi qu'aux personnes affiliées audit émetteur, c'est-à-dire, pour un fonds d'investissement, la société d'investissement (par exemple, une Sicav) ou la société de gestion (36). Pour en bénéficier, trois conditions doivent être néanmoins remplies :

- toute personne qui vend des parts de fonds doit être effectivement affiliée (par exemple, par un contrat de travail ou un lien capitalistique) à la société d'investissement ou à la société de gestion ;

- la personne qui vend les parts de fonds (ainsi que la société dont elle dépend) doit avoir des fonctions autres que des fonctions purement commerciales ;
- la rémunération de la personne en question ne doit pas être liée directement avec l'encours effectivement vendu par elle auprès d'investisseurs américains.

Il convient de relever, cependant, qu'une société de gestion qui commercialiserait des fonds de manière régulière sur le territoire américain (dont plusieurs au cours d'une même année) devrait à terme s'interroger sur la nécessité d'effectuer des ventes par l'intermédiaire d'un *broker* enregistré ou de devenir lui-même *broker*. La SEC pourrait en effet considérer que la société de gestion a pour profession habituelle, entre autres, d'effectuer des opérations sur titres et constater de la sorte une violation du *Securities Exchange Act*.

Autres obligations.- On mentionnera par ailleurs que le *Securities Exchange Act* met en place, à la charge des fonds d'investissement, diverses obligations d'enregistrement et d'information (37). Une de ces obligations mérite d'être relevée ici (38). Dès lors qu'un fonds d'investissement vendu sur le territoire américain est détenu par 500 porteurs ou plus (américains et étrangers compris) et que l'actif du fonds dépasse 10 millions de dollars, le fonds fait l'objet d'une obligation d'information auprès de la SEC. En pratique, il ne s'agit pas d'une obligation nécessairement lourde.

c) *Blue Sky Laws*

Cette étude ne serait pas complète sans mentionner les lois des Etats américains relatives à l'offre de titres à leurs résidents. En effet, chaque Etat est susceptible d'avoir un régime d'enregistrement propre dès lors que des titres sont placés à l'intérieur de son territoire. Cependant, s'agissant de placements privés soumis à la *Regulation D*, la dérogation s'impose aux différents Etats, sous réserve toutefois du dépôt d'une déclaration Etat par Etat ainsi que, dans certains cas, du paiement d'une taxe (39).

2. Des règles spécifiques à la gestion pour compte de tiers : *l'Investment Company Act* et *l'Investment Advisers Act*

Le droit américain comporte également des dispositions spécifiques à l'activité de gestion pour le compte de tiers. Deux types d'entités se trouvent ainsi réglementés : les sociétés d'investissement (ou *investment companies*) et les gestionnaires (ou *investment advisers*) (40).

a) *l'Investment Company Act*

l'Investment Company Act, adopté en 1940, prévoit l'enregistrement auprès de la SEC des *investment companies* qui émettent des parts sur le territoire américain. Il faut entendre par *investment company* toute forme d'organisme de placement collectif (*partnership, trust ou company*) faisant l'objet d'une offre publique et dont l'activité principale consiste à intervenir sur les titres «*engaged primarily in the business of trading in securities*» – section 3(a)(1) de *l'Investment Company Act*. La SEC est chargée d'assurer le respect des dispositions de *l'Investment Company Act* (41). La Sec-

tion 7(d) de l'*Investment Company Act* – la seule disposition qui vise expressément les fonds d'investissement étrangers – interdit lesdits fonds d'effectuer une offre publique de leurs parts sur le territoire américain, au sens de la Section 4(2), sans autorisation préalable de la SEC. Néanmoins, une dérogation à l'obligation d'enregistrement est reconnue aux fonds d'investissement dits «privés» (*private investment companies*), sans distinction quant à leur nationalité. Cette dérogation s'apprécie au regard du nombre ou de la qualité des porteurs de parts du fonds.

Dérogation quant au nombre de porteurs. – La Section 3(c)(1) de l'*Investment Company Act* prévoit une dérogation pour tout fonds d'investissement dont le nombre de porteurs ne dépasse pas 100, quelle que soit la qualité de ces investisseurs. Cependant, la dérogation est accordée à la seule condition que la vente des parts du fonds ne constitue pas une offre publique de titres (*public offering*) au sens de la Section 4(2) du *Securities Act*.

L'application de la Section 3(c)(1) constitue un parfait exemple de la superposition des textes applicables aux fonds d'investissement. En effet, les dispositions du *Securities Act* relatives à l'émission de titres continuent à s'appliquer aux émissions de parts par des *private investment companies*. Par conséquent, la vente de parts de fonds ne doit en aucun cas constituer une offre publique au sens de la Section 4(2) ou de la *Regulation D* du *Securities Act*. Dès lors, en pratique, chacun des investisseurs doit être un *accredited investor* tel que défini par la *Regulation D* (42). Par ailleurs, les conditions quant à la diffusion d'informations sur le fonds, via notamment un site Internet, doivent être scrupuleusement respectées. À défaut de répondre à ces conditions, la vente de parts, bien que s'agissant d'un *private investment company* au sens de l'*Investment Company Act*, constituerait un appel public à l'épargne, soumis à l'agrément de la SEC en application du *Securities Act*.

Il convient de préciser, en outre, que pour le calcul des 100 investisseurs, les salariés dits «sophistiqués» (*knowledgeable employees*) du gestionnaire ou des ses filiales, dans le cas où ils sont porteurs de parts, ne sont pas pris en compte. En revanche, si l'un des porteurs de parts du fonds est lui-même un fonds d'investissement qui détient 10 % ou plus des parts, chacun des porteurs de cet autre fonds doit être compté parmi les 100. Par ailleurs, au cas où deux ou plusieurs fonds, gérés par la même société de gestion, selon des stratégies identiques ou proches, sont vendus aux Etats-Unis, la SEC peut ajouter le nombre de porteurs de chaque fonds pour déterminer si la Section 3(c)(1) est respectée.

Dérogation quant à la qualité du porteur. – L'autre cas de dérogation, prévu par la Section 3(c)(7), en date de 1996, est reconnu aux fonds d'investissement dont tous les porteurs de parts américains sont des investisseurs qualifiés (ou *qualified purchasers*) au sens de l'*Investment Company Act*. Cette dérogation s'applique quel que soit le nombre de porteurs, et en l'absence, à nouveau, d'offre publique sur le territoire américain (y compris via Internet). La SEC a précisé que les porteurs non américains d'un fonds étranger ne sont pas pris en compte dans le calcul et, en conséquence, peuvent ne pas être des investisseurs qualifiés au sens de l'*Investment Company Act*.

Est un investisseur qualifié au sens de l'*Investment Company Act*, de manière générale :

- une personne physique dont le montant des investissements excède 5 millions de dollars ;
- ou une personne morale qui gère pour son propre compte ou pour le compte de tiers de manière discrétionnaire un montant d'investissements (hors actifs immobiliers) excédant 25 millions de dollars.

Sont aussi réputés des investisseurs qualifiés les salariés dits «sophistiqués» du gestionnaire ou des ses filiales. Par ailleurs, il convient de relever que tout investisseur qualifié au sens de l'*Investment Company Act* (un *qualified purchaser*) est généralement, par définition, un investisseur accrédité au sens du *Regulation D* du *Securities Act* (un *accredited investor*).

Enfin, si la Section 3(c)(7) ne prévoit pas de nombre maximum de porteurs, il est néanmoins conseillé – afin d'éviter les obligations d'information prévues par le *Securities Exchange Act* – de faire en sorte que le nombre total de porteurs ne dépasse pas 500 (cf. supra).

b) L'*Investment Advisers Act*

La seconde loi relative à la gestion pour compte de tiers est l'*Investment Advisers Act*, qui régit l'activité des gestionnaires (ou *investment advisers*) en tant que tels. Est visée par le terme d'*investment adviser*, toute personne physique ou morale, quelle que soit sa nationalité, qui assure la fonction de gestionnaire pour le compte de tiers. En pratique, il s'agit à la fois de gestionnaires de fonds d'investissement vendus aux Etats-Unis et de gestionnaires de portefeuille individuel dans le cadre de mandats ou de sous-délégations donnés directement par un client américain (43).

Aux termes de la Section 202(a)(11) de l'*Investment Advisers Act*, toute personne qui, moyennant rémunération, donne à autrui des conseils sur des titres (*securities*) est réputée agir en qualité d'*investment adviser* avec, pour conséquence, une obligation d'enregistrement auprès de la SEC. Certains types d'entité, comme les établissements de crédit (44), sont exclus de la définition d'*investment adviser*. Relevons par ailleurs que, depuis 1996 (45), seule une personne qui a au moins 25 millions de dollars sous gestion est autorisée à être enregistrée.

L'enregistrement a pour effet de soumettre l'activité du gestionnaire – américain ou étranger – à des conditions d'exercice strictes. Il s'agit, entre autres, de contraintes qui pèsent sur l'activité de gestion, sur le calcul des commissions et sur l'utilisation de documents commerciaux, de même que d'audits par la SEC (46). Cependant, comme pour les autres obligations d'enregistrement abordées dans cette étude, l'*Investment Advisers Act* prévoit une série de dérogations. La principale dérogation figure à la Section 203(b)(3) de l'*Investment Advisers Act*, qui est accordée sous trois conditions :

- le gestionnaire a eu, au cours des douze mois précédents, moins de quinze clients ;
- il ne rend pas public, sur le territoire américain, ses conseils, ou l'offre de ses services de gestionnaire financier «*hold himself out generally to the public*» ;
- et le gestionnaire n'agit pas pour le compte d'une société d'investissement (*investment company*) enregistrée.

Si la troisième condition n'appelle pas de remarque, il convient en revanche de préciser les deux autres.

S'agissant de la première condition, pour ce qui est des gestionnaires non américains, chaque fonds d'investissement ayant des porteurs américains, de même que chaque mandat de gestion sur base individuelle donné par un client américain (47), est considéré comme un seul client. En revanche, les clients et fonds étrangers ne sont pas pris en compte lors du décompte. Pour que la seconde condition soit remplie, le gestionnaire doit proscrire toute forme de publicité ou démarchage dans les mêmes conditions que celles évoquées au sujet de la *Rule 502(c)* de l'*Investment Company Act*. Ainsi, tout article de presse comportant des conseils de gestion, ainsi qu'une présentation publique de stratégies, peuvent constituer une publicité. De même, l'utilisation d'un site Internet par un gestionnaire est susceptible de constituer de la publicité. Rappelons à ce sujet que la SEC considère que l'offre de services de gestion de portefeuille effectuée exclusivement en dehors du territoire ne rentre pas dans le cadre de l'*Investment Advisers Act* (48). Dans ce cas précis, le gestionnaire doit indiquer clairement sur le site que celui-ci n'est pas destiné aux investisseurs américains, voire interdire l'accès aux Américains.

II L'application du *Commodities Law* aux fonds d'investissement et services de gestion étrangers

Outre les lois applicables aux opérations sur titres (*Securities Law*), toute vente de parts d'un fonds d'investissement ou proposition de services de gestion de portefeuille aux Etats-Unis peut aussi relever du *Commodities Law*, c'est-à-dire les lois américaines relatives aux opérations sur contrats à terme (*commodity futures*) (49). En effet, moins connu que le *Securities Law*, le *Commodities Law* est susceptible de s'appliquer à un gestionnaire français qui offre des services de gestion aux Etats-Unis, dès lors que celui-ci intervient à titre principal ou accessoire sur des marchés à terme réglementés.

Dans ce cadre, on examinera le statut de *commodity pool operator* (1), ainsi que le placement privé de *commodity pools* (2), avant d'examiner le statut de *commodity trading advisor* (3).

1. Le statut de *commodity pool operator* (CPO)

a) Définitions du *commodity pool* et du *commodity pool operator*

Quand bien même le *Commodity Exchange Act* ne comporte pas de définition précise de *commodity pool*, ce dernier peut être présenté comme l'équivalent américain du FCIMT (50), appelé aussi «fonds de futurs». Ainsi, en pratique, tout fonds d'investissement (i) qui intervient sur des marchés à terme – américains ou étrangers – et (ii) dont les parts sont détenues directement ou indirectement par des investisseurs américains, peut être qualifié de *commodity pool*. Il peut s'agir d'interventions sur les marchés à terme en vue de réaliser un objectif de gestion ou simplement de protéger son actif (c'est-à-dire en couverture

d'autres opérations). Par ailleurs, le nombre de contrats à terme dans le portefeuille du fonds importe peu au regard de la qualification de *commodity pool* (51).

Aux termes du *Commodity Exchange Act*, toute personne dont la profession habituelle consiste, par le moyen d'un organisme de placement collectif, à solliciter, accepter ou recevoir des valeurs, directement ou par l'émission de parts, en vue d'effectuer des opérations sur des contrats à terme est qualifiée de *commodity pool operator* ou CPO (52). En d'autres termes, le CPO peut être aussi bien gestionnaire financier unique d'un fonds que gestionnaire de fonds de fonds ou gestionnaire exclusivement administratif qui délègue les décisions d'intervention sur les marchés à terme à d'autres gestionnaires (c'est-à-dire des CTA, cf. infra).

b) L'enregistrement en tant que CPO

Tout gestionnaire d'un tel fonds est tenu de se faire enregistrer en tant que *commodity pool operator* auprès de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) (53). Il faut souligner que, contrairement aux lois sur les *investment companies* et les *investment advisers* (cf. supra), le *Commodity Exchange Act* ne met pas en place un régime élargi de dérogations à l'enregistrement auprès d'une autorité de tutelle (54). Ainsi, les cas de dérogation prévus par la *CFTC Rule 4.13* sont très limités (55).

En dehors de ces cas de dérogation, l'enregistrement auprès de la CFTC en tant que CPO est obligatoire. Dans la pratique, les gestionnaires de fonds d'investissement vendus aux Etats-Unis, lorsque ces derniers interviennent sur les marchés à terme, ne peuvent se soustraire de cet enregistrement. Aussi, un gestionnaire peut-il bénéficier d'une dérogation à l'enregistrement conformément à l'*Investment Advisers Act* (cf. supra) tout en faisant l'objet d'une obligation d'enregistrement en tant que CPO.

Les formalités d'enregistrement du CPO. - La CFTC dispose d'une compétence générale sur l'ensemble des intervenants sur les marchés à terme américains, dont les CPO et les CTA (56). Cependant, depuis 1982, elle délègue une partie de ses pouvoirs, notamment en ce qui concerne l'enregistrement des intervenants, à la *National Futures Association* (NFA). La NFA est une autorité professionnelle, dont l'adhésion d'un membre suppose que celui-ci soit un intervenant agréé sur les marchés à terme en vertu du *Commodity Exchange Act*. Par conséquent, tout gestionnaire – américain ou étranger – dont l'enregistrement en tant que CPO est obligatoire doit devenir membre de la NFA.

C'est pourquoi, pour effectuer une demande d'enregistrement en tant que CPO, le gestionnaire doit compléter et adresser à la NFA toute une série de formulaires (57). Ces formulaires permettent à la NFA d'apprécier les antécédents universitaires, professionnels et disciplinaires des personnes physiques et d'obtenir des informations quant à la direction et l'actionnariat des personnes morales (58). Une fois ces différentes pièces acceptées par la NFA, l'enregistrement en tant que CPO et l'appartenance à la NFA sont accordés. Suite à cet enregistrement, certaines obligations (dont un *reporting* annuel, la tenue de livres de comptes et de registres et le respect des règles de déontologie de la NFA) pèsent sur le CPO relatives à son activité générale (59).

Le statut d'*associated person*. - En outre, toute personne qui, au sein d'un CPO, exerce une fonction d'*associa-*

ted person au sens du *Commodity Exchange Act* doit faire l'objet d'un enregistrement particulier. Est ainsi un *associated person*, toute personne physique salariée du CPO :

- qui sollicite ou accepte des ordres de clients ; en d'autres termes, qui a une activité commerciale ;
- ou qui a une fonction de supervision ou de direction sur l'activité commerciale du CPO.

Dans l'un ou l'autre cas, la personne doit compléter et adresser un questionnaire ⁽⁶⁰⁾ à la NFA accompagné de ses empreintes digitales. De plus, l'*associated person* doit réussir un examen organisé par la *National Association of Securities Dealers Inc.* (le *Series 3*). Il s'agit d'un examen portant sur le fonctionnement général et les aspects économiques et réglementaires des instruments et marchés à terme.

Les gestionnaires étrangers.- Les gestionnaires étrangers se trouvent soumis aux mêmes obligations d'enregistrement en tant que CPO. Cependant, tout gestionnaire non américain doit compléter un formulaire supplémentaire (le *Foreign Firm Questionnaire*) portant notamment sur son agrément à l'étranger, ainsi qu'une attestation (le *Foreign Firm Affidavit*) relative à la communication des livres de comptes et des registres. Cette attestation doit être accompagnée d'une opinion juridique certifiant que les lois de la juridiction du gestionnaire (sauf pour les gestionnaires du Canada et du Royaume-Uni) ne s'opposent à leur communication à la CFTC et la NFA ⁽⁶¹⁾.

2. Le placement privé de *commodity pools*

Si les *commodity pools* ne se trouvent pas soumis à des règles spécifiques en tant que tels, tout CPO est en revanche soumis à des obligations au titre des fonds dont il assure la gestion. Ces obligations, plus ou moins contraignantes pour le gestionnaire, dépendent pour l'essentiel du type de placement dont chaque fonds fait l'objet. Par ailleurs, les parts de *commodity pool* étant qualifiées de titres (*securities*), les dispositions du *Securities Act* et du *Securities Exchange Act* ont vocation à s'appliquer au placement de parts aux Etats-Unis (en particulier, les règles sur la *manner of offering* et sur l'enregistrement de *broker*). Enfin, si un fonds d'investissement n'intervient qu'accessoirement sur les marchés à terme (c'est-à-dire que le fonds effectue principalement des opérations sur titres), le respect des dispositions de l'*Investment Company Act* s'impose (voir supra).

Tout CPO est, sauf dérogations particulières, soumis notamment aux obligations suivantes :

- délivrer à chaque investisseur potentiel dans un fonds d'investissement un *disclosure document*, ou un prospectus, approuvé par la NFA et contenant des informations obligatoires, relatives notamment aux risques encourus, aux instruments financiers traités et aux performances du CPO ⁽⁶²⁾ ;
- fournir aux porteurs du fonds des états financiers ainsi que la valorisation, sur une base trimestrielle ou mensuelle, si l'encours est supérieur à 500.000 dollars ⁽⁶³⁾ ;
- fournir aux porteurs, ainsi qu'à la NFA et la CFTC, le rapport et les comptes annuels accompagnés d'informa-

tions relatives à la valorisation du fonds ⁽⁶⁴⁾ ;

- et tenir une comptabilité du fonds d'investissement conformément à la réglementation du CFTC.

a) Le placement du *commodity pool* auprès des *qualified eligible persons* (QEP)

Les obligations attachées au statut du CPO sont par conséquent lourdes. C'est pourquoi un CPO a tout intérêt à bénéficier d'une dérogation à certaines des obligations pour un *commodity pool* en application de la *CFTC Rule 4.7*. Cette dérogation est accordée dès lors que les parts du pool sont réservées à des investisseurs qualifiés au sens de la *Rule 4.7* (*qualified eligible persons* ou QEP) et, en l'absence, à nouveau, d'offre publique au sens de la Section 4(2) et de la *Regulation D* du *Securities Act*. Aux termes du *Commodity Exchange Act*, est un QEP :

- tout compensateur (*futures commission merchant*), *broker-dealer* et, sous des conditions d'expérience et d'actifs sous gestion minimum, tout CPO ou CTA ;
- toute personne physique ou morale dont le montant des titres et autres investissements excède 2 millions de dollars et qui remplit les conditions pour être *accredited investor* au sens du *Securities Act* ⁽⁶⁵⁾.

Quant à un investissement dans un pool par un autre organisme de placement collectif, celui-ci est considéré comme QEP dès lors (i) que le fonds gère au moins 5 millions de dollars d'actifs, (ii) qu'il n'est pas un fonds nourricier, et (iii) que son gestionnaire financier est QEP. Enfin, tout investisseur non américain est qualifié de QEP ⁽⁶⁶⁾.

Afin de bénéficier de cette dérogation, le CPO doit effectuer une déclaration auprès de la NFA et la CFTC pour le fonds d'investissement concerné. Le bénéfice de la dérogation permet notamment au CPO de préparer et délivrer un prospectus simplifié par rapport au *disclosure document* obligatoire (*CFTC Rule 4.21*) – qui n'est pas soumis à la NFA – et de fournir simplement un *reporting* trimestriel ainsi qu'un état financier annuel non audité.

b) Autres dérogations reconnues par le *Commodity Exchange Act*

Le *Commodity Exchange Act* (*Rule 4.12*) prévoit une seconde dérogation spécifique aux gestionnaires de fonds dont l'activité principale consiste à effectuer des opérations sur des titres tout en intervenant, de manière accessoire, sur les marchés à terme. La dérogation est en effet accordée aux *commodity pools* conformes à la *Regulation D* dont le montant donné en dépôt de garantie n'excède pas 10 % de l'actif. Les obligations qui pèsent sur le CPO au titre de cette dérogation sont similaires à celles de la *Rule 4.7*. Cependant, s'agissant de fonds qui interviennent sur les titres, cette dérogation suppose aussi le bénéfice d'une des dérogations à l'enregistrement prévues par l'*Investment Company Act* (voir supra).

Enfin, il convient de relever une dernière dérogation qui est spécifique aux CPO étrangers. La *CFTC Advisory 18-96* prévoit en effet une dispense à l'ensemble des obligations liées au statut du CPO pour les fonds d'investissements étrangers gérés par un CPO et qui, en outre, n'ont pas de porteurs de parts américains. Tout CPO enregistré doit en effet soumettre l'ensemble de ses fonds sous gestion à la

compétence de la CFTC, mais cette dernière accepte qu'il en aille autrement pour les fonds exclusivement étrangers.

3. Le statut de *commodity trading advisor* (CTA)

Le *Commodity Exchange Act* met également en place une obligation d'enregistrement pour les gestionnaires qui ont une activité de *commodity trading advisor* (ou CTA). Au sens du *Commodity Exchange Act* (67), un CTA est toute personne – physique ou morale – qui donne à autrui, moyennant rémunération, des conseils sur l'achat et la vente des contrats à terme. En d'autres termes, il s'agit souvent de gestionnaires spécialisés dans les interventions sur les marchés à terme d'instruments financiers et de matières premières. A la différence d'un CPO, un CTA intervient en général directement pour son client via une sous-délégation ou un mandat de gestion (68). Ainsi, il est fréquent qu'un CPO recourt à un CTA pour bénéficier de son expertise sur des marchés à terme particuliers.

Toutefois, des cas de dérogation à l'enregistrement en tant que CTA – plus larges que ceux prévus pour les CPO – existent également. La dérogation principale, prévue par la *CFTC Rule 4.14*, est accordée sous les deux conditions suivantes :

- le gestionnaire a eu, au cours des douze mois précédents, moins de quinze clients américains, aucun ne pouvant être un fonds d'investissement ;
- et il ne rend pas public, sur le territoire américain, ses conseils (ou l'offre de ses services) de gestionnaire sur les contrats à terme (*hold himself out generally to the public*) (69).

A défaut de bénéficier d'une dérogation, l'enregistrement comme CTA est nécessaire auprès de la CFTC. Les formalités d'enregistrement en tant que CTA sont quasiment identiques à celles d'un CPO. Il en est de même pour les obligations générales qui pèsent sur un CTA (remise de *disclosure document*, tenue de livres de comptes, etc.). Toutefois, dans la mesure où, contrairement à un CPO, le CTA n'ouvre pas – et ne contrôle que dans les limites de la délégation reconnue en sa faveur – le compte de compensation, il ne se trouve pas tenu d'envoyer les informations concernant le compte au client. Ce dernier les reçoit alors directement de son compensateur.

Néanmoins, un CTA peut aussi se voir reconnaître la dérogation prévue par la *Rule 4.7*, déjà évoquée pour les CPO. Ainsi, tout CTA dont les clients sont exclusivement des QEP au sens de la *Rule 4.7* peut bénéficier notamment d'une exemption à l'obligation de fournir un *disclosure document* obligatoire (70). Il est d'ailleurs dans l'intérêt du CTA de réserver ses services de gestion de portefeuille à des QEP, car les obligations dans ce cas sont nettement moins contraignantes. En outre – à la différence d'un CPO et d'un *investment adviser* non enregistré –, un CTA n'est pas interdit de publicité relative à son activité sur les contrats à terme. Au contraire, son enregistrement, tout comme celui d'un *investment adviser*, lui permet de rendre publics ses conseils, y compris sur un site Internet (71).

* *
*

Les règles américaines applicables à l'offre de services de gestions d'actifs aux États-Unis sont par conséquent complexes et exigent, de la part d'une société de gestion française, le respect de l'ensemble des dispositions évoquées ci-dessus. Ces différentes lois s'appliquent cumulativement et il convient d'articuler parfaitement ces textes avant d'effectuer une offre en placement privé sur le territoire américain. En pratique, il faut souligner que les fonds français peuvent difficilement être placés directement auprès d'investisseurs américains. En effet, tant le contenu de la notice d'information – qui reflète un système de droit civil – que l'utilisation du français dans la documentation limitent fortement le placement des fonds français sur le territoire américain.

Pourtant, les règles américaines et françaises sur le placement privé présentent, à certains égards, des similitudes (72). En effet, le nouveau régime du placement privé défini par l'ordonnance du 28 septembre 1967 (modifié par la loi DDOEF du 2 juillet 1998) et le décret du 1^{er} octobre 1998 (73) se rapprochent de celui de la Section 4(2) et de la *Regulation D* du *Securities Act*. Désormais, « l'émission ou la cession d'instruments financiers auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint ne constitue pas une opération par appel public à l'épargne, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre » (art. 6-II de l'Ordonnance de 1967). A l'instar de la définition de l'APE prévu le *Securities Act*, l'existence en France d'un placement privé dépend, pour l'essentiel, du nombre des investisseurs, de leur qualité (qualifié ou non) et de l'existence de démarchage. Par ailleurs, il est intéressant de relever que la SEC et la Cob appréhendent la sollicitation sur Internet via une approche quasi-similaire. En effet, l'utilisation d'un site Internet comme canal d'information et de distribution de fonds doit être conforme aux règles sur l'appel public à l'épargne et permettre aux internautes d'obtenir toute information sur le fonds dont ils souhaitent souscrire des parts.

En revanche, s'agissant du placement des parts d'Opcvm en France, les textes français applicables (art. 14 du décret du 6 septembre 1989 et le Chapitre V de l'instruction Cob du 15 décembre 1998) instituent un régime plus strict que celui mis en place par le droit américain. En effet, tout Opcvm originaire d'un Etat non membre de la Communauté européenne doit, avant d'être commercialisé en France, obtenir préalablement une autorisation du ministre chargé de l'économie et des finances, et soumettre à la Cob un dossier pour l'obtention d'une autorisation de commercialisation. Le non-respect de cette réglementation par une société de gestion expose celle-ci à des sanctions pénales (74), administratives (75) et disciplinaires (76). On le voit, la divergence avec le droit américain est forte sur ce point et, à l'heure où la réforme du démarchage est envisagée, le droit américain pourrait apporter des éléments de comparaison intéressants. ■

(1) Selon l'Investment Company Institute, la gestion d'actifs aux Etats-Unis représente plus de 7 000 milliards de dollars au 31 mars 2000.

(2) Il s'agit notamment de ce que l'on appelle les *hedge funds* et autres produits relevant de la gestion dite «alternative».

(3) Par «gestions», on entend des services de gestion de portefeuille proposés à travers de mandats ou sous-délégations de gestion.

(4) D'après l'AFG-ASFFI, il y a plus de 716 milliards d'euros d'actifs sous gestion collective en France au 31 mars 2000.

(5) Dont les FCIMT, FCPR, Opcvm à procédure allégée, en plus des Opcvm à vocation générale dits «diversifiés».

(6) Seront abordées avant tout dans cette étude les règles sur le placement privé de parts de fonds d'investissement et l'offre privée de services de gestion de portefeuille aux Etats-Unis. En revanche, les règles sur l'exercice d'une activité de gestion pour le compte de tiers ne seront pas abordées.

(7) Cf. infra la discussion relative à l'*Investment Company Act*.

(8) Le droit français prévoit que toute société de gestion de portefeuille, au sens de l'article 15 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, doit être agréée par la Cob.

(9) Sous réserve, le cas échéant, des dispositions des accords internationaux signés avec les autorités de tutelle américaines.

(10) A la différence du droit français qui prévoit un régime spécial pour les opérations financières avec l'étranger. Cf. le Titre IV du décret du 29 décembre 1989.

(11) Il peut y avoir aussi des règles applicables dans chaque Etat. Cf. infra la discussion relative aux *Blue Sky Laws*.

(12) Le *Securities Act* de 1933 a été adopté en réponse aux scandales financiers et à la spéculation qui ont conduit, en partie, au krach boursier de 1929. La loi avait été dénommée «*Truth in Securities Act*».

(13) Section 5 du *Securities Act*.

(14) Section 10 du *Securities Act*.

(15) D'autres dérogations spécifiques sont prévues par la Section 4(1) qui vise les opérations effectuées par une personne autre qu'un émetteur, un *underwriter* ou un *dealer*, et par la Section 4(3), qui vise les opérations effectuées par un *dealer*. Pour la définition d'*underwriter* et de *dealer*, voir les notes n° 16 et 34.

(16) Un *underwriter* est toute personne qui acquiert des titres auprès d'un émetteur en vue de les offrir ou de les céder dans le cadre d'une cession publique (Section 2(11) du *Securities Act*). Cf. infra les développements relatifs au marché secondaire.

(17) Pour les placements inférieurs à 5 millions de dollars, les dérogations prévues par les *Rule 504* et *Rule 505* sont applicables.

(18) *Rule 502(d)* de la *Regulation D*. Cf. infra les développements relatifs au marché secondaire.

(19) Sont également des *accredited investors* : les établissements de crédit, les *broker-dealers* enregistrés, les compagnies d'assurance, les sociétés d'investissement enregistrées (*investment companies*), ainsi que d'autres entités dont la liste figure dans la *Rule 501(a)*.

(20) Cf. toutefois les dispositions du *Securities Exchange Act* et de l'*Investment Company Act* relatives au nombre de porteurs d'un fonds.

(21) *Rule 502(b)* de la *Regulation D*.

(22) Cf. infra la discussion relative à l'Internet.

(23) Cette notion paraît pour la première fois dans un avis de la SEC en date du 8 juillet 1982, concernant Woodtrails-Seattle, Ltd.

(24) A condition de laisser une période d'attente entre la réception par le promoteur d'un questionnaire complété par l'investisseur et l'envoi à ce dernier d'informations sur le fonds d'investissement (c'est-à-dire un prospectus et un bulletin de souscription) effectivement vendu.

(25) Ces sites sont généralement ouverts aux fonds étrangers et constituent un moyen de se faire classer parmi d'autres gestionnaires américains et européens.

(26) Il s'agit notamment des avis sur Lamp Technologies, Inc. de mai 1997 et mai 1998.

(27) La SEC insiste sur l'absence de tout lien entre le site Internet et les gestionnaires dont les fonds y figurent. Dans ce contexte, la SEC envisage dans un *Concept Release* de mai 2000 d'obliger certains promoteurs de site à être enregistrés en tant que *broker-dealers*.

(28) Voir Statement of the Commission Regarding use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transaction or Advertise Investment Services Offshore de mars 1998.

(29) Cf. *Bulletin mensuel de la Cob* de juillet-août 1999.

(30) Cf. à ce sujet l'analyse très complète présentée dans le *Bulletin Cob* n° 263 de novembre 1992, p. 48-58. Si la *Rule 144* prévoit un délai de détention au-delà duquel une cession est possible sur le territoire américain sans restriction, y compris au public, la *Rule 144A* accorde une dérogation à l'enregistrement en raison de la qualité de l'acheteur. Cette règle, adoptée en 1990, autorise la cession dès lors qu'elle est réservée à des «acheteurs institutionnels qualifiés» *qualified institutional buyers* ou QIB) au sens de la *Rule 144A*, et sous réserve que certaines informations soient communiquées à l'acheteur. Est généralement qualifié de QIB tout établissement qui détient ou investit, sur une base discrétionnaire,

des titres d'une valeur supérieure à 100 millions de dollars. Il s'agit d'une catégorie encore plus étroite – du point de vue de la détention minimum des actifs – que celle d'*accredited investor* et de *qualified purchaser*. Quant à la *Regulation S*, ses dispositions permettent une cession en dehors du territoire américain, à condition notamment que la cession ne fasse pas l'objet de publicité aux Etats-Unis.

(31) Sauf en cas de vente auprès de 35 investisseurs non accrédités.

(32) Dans la pratique, un fonds d'investissement étranger vendu aux Etats-Unis comporte en plus de son prospectus d'origine un prospectus supplémentaire – appelé *wrapper* – qui contient des informations destinées aux investisseurs américains. D'un point de vue juridique, il est important de s'assurer que le contenu du *wrapper* est cohérent avec celui du prospectus d'origine.

(33) Le *Securities Exchange Act* institue également la SEC, qui est l'autorité fédérale compétente pour l'application du *Securities Act* et du *Securities Exchange Act*, ainsi que pour les textes de droit financier ultérieurs.

(34) Un *broker* effectue des opérations pour le compte de tiers et un *dealer* effectue des opérations pour son propre compte. Dans la pratique, on parle de *broker-dealer* s'agissant d'une entité qui exerce ces activités.

(35) Le plus souvent il s'agit du *Series 7 Exam*. A travers cet examen et d'autres (cf. la discussion relative aux *associated persons*), le souci du législateur américain est d'assurer à travers les autorités de marché – la SEC pour les *broker-dealers*, ou la CFTC pour les *associated persons* (cf. infra), un contrôle sur toute personne dont l'activité consiste à solliciter des investisseurs en vue d'effectuer des transactions sur des titres ou des contrats à terme dans le cadre d'organismes de placement collectif.

(36) Si la société de gestion a reçu une délégation de gestion financière de la part d'une autre société de gestion.

(37) Section 13(d) et Section 16 du *Securities Exchange Act* prévoient d'autres cas d'enregistrement.

(38) Il s'agit de la Section 12(g) du *Securities Exchange Act*.

(39) Lors d'un placement privé de parts de fonds d'investissement aux Etats-Unis, il convient de vérifier a priori les formalités à respecter dans chaque Etat où le placement est effectué.

(40) Il existe aussi des contraintes spécifiques relatives à la gestion de l'épargne salariale et des fonds de pension. En effet, l'*Employee Retirement Income Security Act* de 1974 (ou ERISA) soumet les fonds d'investissement à des contraintes particulières dès lors que des fonds ou gestionnaires d'épargne salariale et de pensions détiennent directement ou indirectement 25 % ou plus de l'actif d'un fonds. Dans la pratique, s'agissant d'un fonds étranger, il convient de surveiller les souscriptions par ce type de client, voire de les interdire dans le prospectus du fonds.

(41) L'*Investment Company Act* régit notamment l'indépendance des directeurs des *investment companies* et leur rémunération, les conflits d'intérêts, les règles de valorisation des actifs ainsi que les restrictions d'investissement.

(42) Exception faite des 35 qui peuvent ne pas être investisseurs accrédités (voir supra).

(43) Un gestionnaire de portefeuille intervient généralement (i) pour le compte de clients de type institutionnel en vertu de mandats, et aussi (ii) dans le cadre de fonds gérés par un ou plusieurs gérants en vertu de sous-délégations. Ce type de contrat est en réalité un pouvoir donné au gestionnaire pour acheter et vendre des instruments financiers, conformément à une stratégie de gestion, sur un compte ouvert par le client ou le fonds chez un teneur de compte ou un prime broker.

(44) Sauf, par exemple, dans certains cas, les banques étrangères.

(45) L'adoption de l'*Investment Advisers Supervision Coordination Act*.

(46) Les conditions d'exercice d'un *investment adviser* pourront être abordées dans une étude ultérieure.

(47) Conformément à la *Rule 203(b)(3)-1*.

(48) Cf. note n° 28.

(49) La définition de *commodity futures* résulte des dispositions du *Commodity Exchange Act* : il s'agit de tout contrat à terme négocié sur un marché réglementé reconnu par la CFTC.

(50) Le FCIMT est défini en droit français par l'article 23 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 comme un «*fonds commun de placement constitué en vue d'intervenir sur les marchés à terme*». Par ailleurs, l'article 13 du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 dispose que 50 % de l'actif du FCIMT sont détenus obligatoirement en liquidités ou valeurs assimilées. Ainsi, jusqu'à 50 % de l'actif d'un FCIMT peuvent être utilisés sous forme de dépôts de garantie auprès de chambres de compensation.

(51) Ainsi, un fonds qui intervient principalement sur les actions ou les obligations est qualifié de *commodity pool* dès lors qu'il intervient aussi accessoirement sur les marchés à terme en couverture des opérations principales. Cf. à ce sujet la discussion sur la dérogation de la CFTC *Rule 4.12*.

(52) Section 1a(4) du *Commodity Exchange Act*.

(53) La mise en place de la CFTC, dans sa forme actuelle, résulte du *Commodity Futures Trading Commission Act* de 1974, qui a profondément modifié le *Commodity Exchange Act*.

(54) Historiquement, il y a eu aux Etats-Unis une volonté de réglementer

tous les intervenants sur les marchés à terme réglementés, ces derniers étant perçus, à tort ou à raison, comme plus dangereux que les autres marchés réglementés.

(55) Une personne qui gère un seul fonds d'investissement sans être rémunéré et qui ne recourt pas à des techniques de démarchage, ou une personne dont l'actif sous gestion dans des fonds ne dépasse pas 200.000 dollars et dont aucun fonds n'a plus de quinze porteurs.

(56) La CFTC régit aussi les compensateurs (*futures commission merchants*) et les négociateurs (*floor brokers* et *floor traders*).

(57) Form 7-R pour le gérant personne physique ou la société de gestion, et Form 8-R pour tout *principal*, c'est-à-dire tout actionnaire ou associé de la société de gestion et tout dirigeant ou responsable personne physique ; un actionnaire ou associé est un *principal* dès lors qu'il détient 10 % ou plus des actions ou parts sociales de la société de gestion.

(58) Par ailleurs, toute personne physique qui est un responsable et/ou un actionnaire du gestionnaire doit faire parvenir des empreintes digitales à la NFA pour vérification par le FBI.

(59) On abordera ici que brièvement les règles de fond relatives à l'activité d'un CPO ou CTA. Le site Internet de la NFA contient des informations utiles sur l'activité même du CPO ou CTA (www.nfa-futures.org).

(60) Il s'agit du Form 8-R.

(61) Rappelons que, dans le cadre de l'article 5 bis de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Cob a passé un accord d'assistance mutuelle avec la CFTC permettant à cette dernière autorité de tutelle d'obtenir notamment des informations sur une société française ayant une activité relevant de la compétence de la CFTC.

(62) CFTC Rule 4.21 et CFTC Rules 4.24-4.26.

(63) CFTC Rule 4.22.

(64) CFTC Rule 4.22..

(65) Sont aussi réputés des QEP, certains salariés dits «sophistiqués» (*knowledgeable employees*) du gestionnaire ou de ses filiales, au sens de la Section 3(c)(7) de l'*Investment Company Act*, ainsi que d'autres salariés sous certaines conditions. Par ailleurs, tout *qualified purchaser* est un QEP.

(66) S'agissant d'un organisme de placement collectif non américain, celui-ci est également QEP, à condition d'avoir moins de 10 % de por-

teurs américains (sans compter les porteurs qui sont par ailleurs des QEP).

(67) Section 1(a)(5) du *Commodity Exchange Act*.

(68) Un CTA intervient généralement, via des *managed accounts*, (i) pour le compte de clients de type institutionnel en vertu de mandats, ou (ii) dans le cadre d'un fonds géré par un ou plusieurs gérants ou CTA en vertu de sous-délégations. Ce type de contrat est en réalité un pouvoir donné au CTA pour acheter et vendre des contrats à terme, conformément à un programme de gestion sur un compte ouvert par le client ou le fonds chez un compensateur central.

(69) D'autres dérogations sont prévues pour les entités dont la liste figure à la Rule 4.14(a).

(70) C'est-à-dire un *disclosure document* conforme aux Rule 4.31 et Rules 4.34-36, contenant les mentions et informations obligatoires.

(71) Sous réserve du respect des conditions générales qui s'appliquent à l'activité d'un CTA, et en particulier la remise d'un *disclosure document* approprié et l'utilisation des *disclaimers* obligatoires.

(72) En ce sens, A. Pietrancosta, Traité *Joly sociétés*, Appel public à l'épargne, n° 38.

(73) Sur cette réforme : cf. H. Brandford Griffith et L. Sablé, La réforme de l'appel public à l'épargne, *Banque & Droit* n° 64, mars-avril 1999, p. 22 ; P. Clermontel et B. Dornic, L'émergence d'une notion autonome de placement privé, *JCP éd. E* 1998, p. 1868.

(74) Selon l'article 5 de la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 relative au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurance, le démarchage est interdit «en vue d'opérations sur des valeurs mobilières étrangères ou sur des parts de FCP étrangers lorsque leur émission ou leur vente en France est soumise à une autorisation préalable et que celle-ci n'est pas accordée». V. aussi l'article 459 du Code des douanes, sur le non-respect de la réglementation des relations financières avec l'étranger.

(75) Article 9-1 de l'Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967.

(76) Cf. récemment les deux décisions du Conseil de discipline de la gestion financière en date du 14 décembre 1998 (*Bulletin Cob*, mars 1999, n° 333).