

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
 Direction des
 affaires juridiques
Société Générale
Asset Management

Recommandations AMF du 23 juillet 2004 sur le *market timing/late trading*.

L'actualité récente de la gestion collective américaine a mis en lumière deux pratiques susceptibles de rompre l'égalité des porteurs : le *late trading* et le *market timing*. Face aux conséquences désastreuses de ces pratiques pour l'épargne investie en OPCVM, et l'écho donné par la presse aux poursuites judiciaires intentées contre les gestionnaires américains ayant recouru à ces techniques, la France ne pouvait rester muette, même si la situation rencontrée aux États-Unis ne peut être transposée dans notre pays, du fait du mode de distribution des OPCVM français, fort différent de celui du modèle américain. L'AMF a publié, dès le 23 juillet 2004, des recommandations sur ces techniques¹, anticipant de la sorte les travaux du *Committee of European Services Regulators* (CESR) sur le même thème². Les recommandations de l'AMF, au nombre de neuf, s'attachent à définir ces deux pratiques et à en restreindre autant que possible leur utilisation par les gestionnaires d'OPCVM. Comme l'y invite l'AMF, nous étudierons successivement les deux pratiques, étant précisé que ces dernières peuvent être cumulées.

Le *late trading* est défini par les recommandations AMF comme « l'opération de souscription-rachat résultant d'un ordre transmis au-delà de l'heure limite mentionnée sur le prospectus ». Cette heure de centralisation des ordres de souscription/rachat indiquée dans le prospectus est également appelée, en pratique, le « *cut off* ». Par une souscription tardive, un donneur d'ordre se trouve en mesure d'exploiter une information intervenue après la date de centralisation des ordres pouvant avoir une influence sur la valeur liquidative du fonds. L'acceptation de cet ordre rompt, par essence, le principe d'égalité des porteurs, puisque ce donneur d'ordre tardif peut disposer d'une information supplémentaire que les autres porteurs, ayant respecté cette heure limite de centralisation des ordres, ne pouvaient pas connaître³. Si le risque que présente cette pratique est donc facilement identifiable, l'acceptation d'un ordre tardif par le centralisateur (en

pratique, le dépositaire de l'OPCVM) ne résulte pas d'une intention nécessairement malveillante. En effet, le non-respect de l'heure limite peut résulter de contraintes techniques liées à la chaîne de distribution des OPCVM. Classiquement, la transmission des ordres par le distributeur d'OPCVM vers le centralisateur peut – du fait de leur regroupement – conduire mécaniquement à un dépassement de l'heure limite de centralisation des ordres. Ce risque de dépassement est d'autant plus important dans le cadre des distributions transfrontalières d'OPCVM où, généralement, un sous-centralisateur vient s'insérer dans la chaîne des intervenants.

Quelle que soit la cause de l'ordre tardif, l'AMF rappelle dans un premier temps que l'heure ultime de souscription/rachat, telle qu'elle figure sur le prospectus de l'OPCVM, « doit s'entendre de l'heure limite de réception des ordres chez le ou les établissements auxquels la société de gestion a confié le soin de leur centralisation ». Or, en pratique, il arrive qu'un récepteur/transmetteur d'ordres (distributeur d'OPCVM) accepte les ordres jusqu'à l'heure limite indiquée. Il en résulte un délai – même limité – entre la réception de l'ordre et la transmission au centralisateur. C'est la raison pour laquelle l'AMF recommande en conséquence « aux distributeurs d'informer leurs clients, par les moyens à leur convenance, de l'heure limite qu'ils doivent à leur tour respecter pour recevoir des ordres de souscription/rachat afin d'être en mesure de transmettre en temps utile les ordres au centralisateur ». Cette organisation est également celle retenue par la SEC américaine. Elle présente l'avantage de réduire autant que possible les pratiques de *late trading*. En revanche, elle est lourde à mettre en place du fait que, en pratique, chaque centralisateur sera amené à fixer des horaires limites, en fonction de ses propres systèmes de transmission d'ordres. Le respect de cette contrainte pèse sur la société de gestion qui, « compte tenu des responsabilités qui sont les siennes à cet égard, doit être dotée des moyens suffisants pour pouvoir contrôler que le centralisateur respecte bien l'heure limite fixée; le contrat conclu entre la société de gestion et le ou les établissements centralisateurs doit prévoir les modalités d'un tel contrôle »⁴. Une seule dérogation à ce principe est

¹ Disponible sur le site internet de l'AMF : www.amf-org.fr, et publié à la Revue de l'AMF n° 5, juillet-août 2004, p. 17.

² *Investigations of mis-practices in the european investment fund industry, Report of the investigations by CESR's members*, novembre 2004, disponible sur le site de CESR : www.cesr-eu.org.

³ Cette rupture d'égalité doit être appréciée au cas par cas, au

regard de la raison du non-respect du *cut off* et de l'importance du dépassement.

⁴ Sur cette responsabilité, l'article 11 du Règlement Cob n° 96-03 indique en effet que « le prestataire [la société de gestion] doit mettre en place les moyens et les procédures permettant de contrôler ses activités et celles de ses intermédiaires et dépositaires ».

reconnue en cas de dysfonctionnement technique exceptionnel du système de transmission de l'ordre vers le centralisateur. Dans cette hypothèse, un ordre tardif peut être admis, à condition que le déontologue ou le contrôleur interne ait donné son accord à l'admission de cet ordre. « *Celui-ci s'attachera à vérifier notamment que l'ordre du client a été produit en temps utile* » (Recommandations AMF). Le contrat liant la société de gestion au centralisateur devra préciser cette exception au principe.

Le *market timing* est défini par l'AMF comme « *une opération d'arbitrage consistant à tirer profit d'un écart de valeur entre la valeur comptable d'un fonds et sa valeur de marché* ». Pratiquement, telle qu'elle s'est manifestée aux États-Unis, cette technique recouvre des arbitrages à court terme sur la valeur liquidative d'un OPCVM. Réalisé par des investisseurs avertis (*hedge funds* ou les directions d'investissement de compte propre des établissements financiers), le *market timing* n'est pas en soi interdit par la réglementation : un investisseur est libre de faire des allers-retours dans un OPCVM. En revanche, comme le rappelle l'AMF dans ses recommandations, « *une telle opération est répréhensible dès lors qu'elle porte atteinte à l'égalité de traitement des porteurs* ». C'est la raison pour laquelle l'AMF s'attache à encadrer très strictement les causes pouvant favoriser de telles pratiques. Elles sont au nombre de trois.

D'une part, les méthodes de comptabilisation et de valorisation des OPCVM peuvent jouer un rôle important dans le développement du *market timing*. La pratique de souscriptions/rachat sur la base d'un cours connu peut en effet promouvoir le *market timing*. Connaissant la valeur comptable du fonds, reflétée à travers sa valeur liquidative (VL), l'investisseur pourra d'autant plus facilement réaliser des arbitrages entre cette VL et la valeur de marché du fonds. L'AMF considère que « *les OPCVM actions ou obligations doivent être conçus et gérés de telle sorte que les souscriptions/rachats s'effectuent toujours à cours inconnu tant en ce qui concerne la valeur liquidative de l'OPCVM lui-même que la valeur des instruments financiers entrant dans la composition de son portefeuille* »⁵. La comptabilisation tardive des investissements réalisés par les OPCVM peut également favoriser cette pratique. C'est d'ailleurs pourquoi l'AMF rappelle que « *la société de gestion doit s'attacher à enregistrer les investissements effectués, dès la négociation des ordres* ».

D'autre part, des informations particulières sur la composition du portefeuille transmises à certains porteurs d'OPCVM, autres que celles prévues par la réglementation, sont de nature également à faciliter le *market timing*. Cela a été la situation rencontrée aux États-Unis où certains investisseurs disposaient d'une information permanente sur l'évolution du portefeuille d'un fonds, et se trouvaient donc en mesure d'arbitrer entre la valeur comptable du fonds et sa valeur de marché. En l'espèce, le manquement à une information accessible à tous était caractérisé. Dans la

réglementation française, l'information délivrée aux investisseurs – avant la souscription ou pendant la vie de l'OPCVM – est strictement encadrée⁶. Pour autant, rien n'interdit à une société de gestion de s'engager contractuellement à délivrer une information supplémentaire, encore faut-il que ces informations profitent à tous. Face à ce risque, l'AMF estime que « *la société de gestion ne doit pas transmettre à certains investisseurs, ou certains intermédiaires, des éléments portant sur la composition des actifs de l'OPCVM de nature à faciliter des opérations de market timing ou de late trading; en particulier, la société de gestion doit s'interdire de communiquer en temps réel la composition du portefeuille; il ne peut en aller autrement que pour les OPCVM dédiés et sous réserve que l'information soit communiquée de façon concomitante à l'ensemble des porteurs* ».

Enfin, une des manifestations du *market timing* se traduit par des souscriptions/rachats à très court terme portant sur un montant significatif de l'actif d'un OPCVM, restreignant de la sorte la liquidité dudit fonds. Ce risque est présent principalement pour les OPCVM investis dans des actifs peu liquides. En réponse, l'AMF recommande que « *la société de gestion doit demander aux teneurs de compte d'exercer une vigilance particulière à l'égard des opérations initiées par leurs clients procédant à des souscriptions/rachats d'OPCVM, lorsque ces opérations présentent, par leur fréquence ou leur montant, un caractère suspect au regard des pratiques de market timing* ». Quelle attitude le gestionnaire doit-il adopter? La prudence recommanderait, dans une telle situation, de refuser l'ordre⁷. Il resterait alors à savoir si ce refus ne s'analyse pas en un refus de vente. On mesure combien la situation du gestionnaire est délicate.

Certaines de ces recommandations pourraient être reprises dans le prochain règlement général de l'AMF, étant précisé que les pratiques de *late trading* et de *market timing* peuvent être d'ores et déjà sanctionnées sur le fondement du Règlement Cob n° 96-03. Cependant, comme l'a souligné la récente étude conduite par le CESR⁸, les pratiques de *market timing* et de *late trading* se sont peu développées en Europe, et notamment en France.

Commission des sanctions AMF.

Décision de sanction du 9 septembre 2004.

Affectation préalable des ordres.

Délégation de gestion. Autonomie de la gestion.

Par une décision de sanction en date du 9 septembre 2004 (décision de sanction prise à l'encontre de la société Tocqueville Finance)⁹, la Commission des sanctions de l'AMF vient rappeler aux professionnels de la gestion trois principes fondamentaux à la gestion collective.

⁵ On relèvera que cette recommandation AMF a vocation à s'appliquer aux seuls OPCVM actions et obligataires.

⁶ Sur l'ensemble de la question, v. *Les OPCVM*, par R. Roblot, 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, ANSA 2003, spéc. n° 37; I. Riasetto et M. Storck, *OPCVM*, *Joly Affaires*, n° 158 et s.

⁷ V. en ce sens, l'article 3-3-7 du Règlement général du conseil des marchés financiers qui dispose que « *lorsqu'un client envisage d'effectuer une*

opération sur instruments financiers qui ne s'inscrit pas par sa nature, par les instruments concernés ou par les montants en cause dans le cadre des opérations que le client traite habituellement, le prestataire habilité s'enquiert des objectifs de l'opération en cause ».

⁸ *Investigations of mis-practices in the european investment fund industry, Report of the investigations by CESR's members*, préc.

⁹ Disponible sur le site internet de l'AMF.

Le premier a trait à l'affectation des ordres sur instruments financiers. En l'occurrence, la société de gestion retardait l'affectation des ordres sur instruments financiers (liquides ou non) exécutés pour le compte des OPCVM dont elle assurait la gestion, en stockant lesdits titres dans ses propres comptes pendant des délais anormalement longs, pouvant aller de dix jours à un mois. Comme le relève la Commission des sanctions, la société de gestion ne pouvait justifier l'absence de pré-affectation des ordres. Elle se trouvait dès lors en contradiction avec les dispositions du Règlement Cob n° 96-03, dont la dernière modification a sensiblement renforcé le principe d'affectation préalable des ordres¹⁰. La solution est constante : la société de gestion doit affecter préalablement les ordres¹¹. Il s'agit là de protéger les intérêts des porteurs contre toute affectation ultérieure entre différents portefeuilles gérés par une même société de gestion, et ce, en fonction de l'évolution de la valorisation des instruments financiers.

Le second principe rappelé par la Commission des sanctions concerne les délégations de gestion financière, et notamment l'obligation de soumettre ces délégations à l'agrément préalable de l'AMF. En l'espèce, trois OPCVM de la société de gestion n'avaient pas de gérants attirés et avaient conclu des conventions de « conseil » avec la société mère de ladite société de gestion, de nationalité américaine, et exerçant également la profession de gestionnaire, et avec une société de droit suisse qui ne disposait pas, au regard de sa réglementation applicable, de la capacité de gérer un portefeuille pour le compte de tiers. En réalité, la prestation fournie par ces deux sociétés ne constituait pas un service de conseil, mais une véritable activité de gestion financière. Les trois OPCVM délè-

guaient en conséquence leur gestion financière aux deux sociétés étrangères, de telle sorte qu'ils auraient dû solliciter préalablement l'agrément de l'AMF sur la délégation de gestion. La décision de sanction rappelle utilement les frontières entre la gestion financière et le conseil fourni aux sociétés de gestion¹². Le conseil se limite exclusivement à la fourniture de recommandations d'achat et/ou de vente d'instruments financiers. En aucune manière, le conseil ne dispose d'un pouvoir sur le portefeuille géré. La société de gestion, dans ce schéma, conserve toute son indépendance et est libre de suivre ou non ces recommandations. En l'occurrence, les conseils passaient directement des ordres aux intermédiaires pour le compte des OPCVM.

Enfin, il était reproché au président de la société de gestion d'avoir géré le compte propre de ladite société tout en gérant les portefeuilles de ses clients. Cette situation est contraire à l'article 14 du Règlement Cob n° 96-03, aux termes duquel « l'indépendance de l'activité de gestion pour compte de tiers doit être assurée par rapport aux autres fonctions exercées, notamment la gestion pour compte propre du prestataire ». Cette Muraille de Chine entre ces deux activités est destinée à protéger les intérêts des clients et éviter de la sorte toute confusion entre les intérêts de la société de gestion et ceux de ses investisseurs.

Pour le manquement à ces trois principes, la Commission des sanctions prononce un blâme et une sanction pécuniaire de 300 000 euros à l'encontre de la société de gestion. On relèvera que la sanction est prononcée à l'encontre de la société de gestion alors même que les clients n'avaient pas été lésés. Cela confirme bien que la Commission des sanctions de l'AMF joue un rôle pédagogique. ■

¹⁰ Article 16 ter du Règlement Cob n° 96-03 tel que modifié par le Règlement Cob n° 2003-07, aux termes duquel « pour la passation des ordres, le prestataire doit : [...] mettre en place une procédure équivalant à un horodatage des ordres et veiller également à la mise en place d'un horodatage chez les intermédiaires et les dépositaires ; veiller à réduire de manière aussi brève que possible le délai total d'exécution des ordres depuis leur enregistrement initial jusqu'à leur comptabilisation ; transmettre au dépositaire de l'OPCVM ou au teneur de compte l'affectation précise des ordres au plus tard dès qu'il a connaissance de leur exécution ; définir au préalable les règles d'affectation des ordres groupés ; ne pas réaffecter a pos-

teriori les opérations effectuées [...] », Banque & Droit janvier-février 2004, p. 43, F. Bussière.

¹¹ En ce sens : *Décision de sanction du CDGF du 10 septembre 2002*, Bull. mensuel Cob décembre 2002, n° 374, p. 51 ; RTD Com. avril-juin 2003, p. 335, M. Storck ; *décision de sanction CDGF du 30 juin 2003*, Bull. mensuel Cob octobre 2003, n° 383, p. 99.

¹² Sur ces différences, v. par exemple le relevé de décision de la Cob sur la régulation de la multigestion alternative, Bull. mensuel Cob avril 2003, n° 378, p. 11.