

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
Direction
des affaires juridiques
Société Générale
Asset Management

Décret du 6 décembre 2006 – convention de dépôt – modification des ratios d'investissement

Par décret en date du 6 décembre 2006¹, les dispositions du Code monétaire et financier relatives au fonctionnement des OPCVM se trouvent à nouveau modifiées. La dernière modification de la partie réglementaire du Code monétaire et financier était intervenue avec le décret du 25 juillet 2005², ayant modernisé certains ratios d'investissement et modifié le régime des actifs réglementés des assureurs pour leur permettre d'investir dans les nouveaux OPCVM dédiés à la gestion alternative. Le décret du 6 décembre 2006 poursuit à titre principal un double objectif : d'une part, assouplir le régime des dépôts réalisés par les OPCVM (I) et, d'autre part, préciser certaines règles de division des actifs (II). Il s'attache également à moderniser d'autres aspects du régime des OPCVM, notamment le régime des garanties reçues par un OPCVM et les OPCVM à compartiments (III).

I. Convention cadre de dépôt

Tout d'abord, le décret de décembre 2006 assouplit le régime des dépôts effectués par les OPCVM. On se souvient que la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, transposant la directive 2001/108/CE³, a introduit ce nouveau placement en droit français. Le décret du 21 novembre 2003⁴ avait précisé les conditions d'éligibilité requises pour les dépôts. Ainsi, cinq conditions avaient été posées à l'article R. 214-3 du Code monétaire et financier : ils doivent être effectués auprès d'un établissement de crédit, 2) leur terme est inférieur ou égal à douze mois, 3) ils peuvent être remboursés ou retirés à tout moment à la demande de l'OPCVM, 4) la somme remboursée est supérieure ou égale à la valeur initiale du dépôt et, 5) ils sont conclus conformément à une convention cadre de place française ou internationale, approuvée par l'AMF, et qui

fixe leur condition de rémunération, leur terme ainsi que leurs modalités de remboursement ou de retrait. Cette dernière condition est supprimée par le décret du 6 décembre 2006. Cet assouplissement du régime des dépôts est motivé pour deux raisons. D'une part, l'exigence d'une convention de place n'est pas justifiée au regard de la directive OPCVM. En effet, la directive (article 19-1-f) ne pose pas cette condition. Le droit français, étant donc plus strict, plaçait les OPCVM français dans une situation concurrentielle défavorable au niveau européen. D'autre part, un groupe de travail de place, réunissant à la fois les sociétés de gestion et les déposataires, avait été constitué en vue d'établir cette convention. Mais, dans un contexte réglementaire délicat⁵, il n'avait pas réussi à se mettre d'accord, après deux ans de travail, sur un modèle de convention cadre. En pratique, faute de convention, les OPCVM ne pouvaient effectuer des dépôts. Si cette exigence est supprimée par le décret de décembre 2006, il n'en demeure pas moins, selon les termes du nouvel article R. 214-3 du Code monétaire et financier, que le dépôt devra être formalisé par une convention écrite entre l'OPCVM et l'établissement de crédit. Cette convention déterminera les conditions de rémunération, le terme du dépôt ainsi que les modalités de remboursement.

II. Ratios d'investissement

Par ailleurs, le décret du 6 décembre 2006 s'attache à moderniser certains ratios d'investissement. Ainsi, le nouvel article R. 214-6 exclut les liquidités de l'OPCVM du ratio de 20 % en dépôts placés auprès d'un établissement de crédit. La directive OPCVM autorise en effet les OPCVM à investir jusqu'à 20 % de leur actif en dépôts auprès d'un même établissement, sans préciser pour

1. Décret n°2006-1542 du 6 décembre 2006, publié au Journal officiel du 8 décembre 2006.

2. Banque & Droit n° 103 septembre-octobre 2005, p. 50, F. Bussière.

3. F. Bussière et S. Puel, "La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité", Bull. Joly Bourse septembre-octobre 2003, §74, p. 555 ; J.-B. Lenhof, "La réforme des organismes de placement collectif", in La loi de sécurité financière, Petites Affiches

14 novembre 2003, n° 228, p. 31 ; L. Dumoulin, "Les OPCVM dans la loi de sécurité financière", Droit et Patrimoine n° 121, décembre 2003, p. 81.

4. Décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003 ; V. Banque & Droit n° 93 janvier-février 2004, p. 40.

5. Y. Aguila, "Rémunération des comptes à vue, L'arrêt du 5 octobre 2004 de la Cour de justice des communautés européennes", Banque & Droit n° 100, mars-avril 2005, p. 3.

autant si les liquidités détenues entrent ou non dans ce ratio⁶. L'article R. 214-6, dans sa rédaction antérieure au décret de décembre 2006, intégrait lesdites liquidités dans le ratio de 20 %, tout en n'appliquant pas les conditions particulières aux dépôts. Le décret du 6 décembre 2006 revient sur cette règle de calcul en excluant expressément les liquidités de ce ratio⁶. Cette modification doit être saluée car elle permet de séparer distinctement les dépôts, appréhendés comme des véritables placements au sein de ce ratio de 20 %, des autres liquidités détenues à titre accessoire pour les besoins de souscription/rachat de l'OPCVM⁷.

Le décret supprime également la limitation de l'engagement des OPCVM sur les contrats de dérivés de crédit avec une entreprise liée. Depuis le décret du 10 décembre 2002⁸, cette limite était de 20 % du total des engagements sur les contrats de dérivés de crédit. Elle avait été retenue pour prévenir d'éventuels conflits d'intérêts entre la société de gestion et un établissement de crédit appartenant au même groupe de sociétés. En effet, on craignait que la contrepartie bancaire transfère ses "mauvais crédits" aux OPCVM gérés par une filiale⁹. Ce ratio a rapidement soulevé des difficultés. Tout d'abord, le risque de conflit d'intérêts peut être encadré autrement que par l'instauration d'un ratio contraignant¹⁰. Il pénalisait, en outre, un OPCVM recourant rarement aux dérivés de crédit, obligé de "saucissonner" ses dérivés de crédit avec plusieurs contreparties pour respecter cette disposition. Ce ratio était d'autant plus injustifié qu'il n'était pas prévu expressément par la directive OPCVM. Or, le CESR a récemment reconnu que ces instruments financiers à terme pouvaient être valablement conclus par des OPCVM coordonnés, en application de la directive OPCVM de 1985¹¹.

En application du nouvel article R. 214-5 du Code monétaire et financier, les OPCVM peuvent dorénavant investir dans les OPCI, ou leurs équivalents étrangers, et ce, dans la limite de 10 % de leur actif (ratio autres valeurs). L'éligibilité des OPCI à l'actif des OPCVM était attendue depuis la publication de l'ordonnance du 13 octobre 2005¹². Elle sera effective à la fin du mois qui suivra la publication des dispositions nouvelles du règlement général AMF sur les OPCI. En revanche, pour les OPCVM à règles d'investissement allégées, avec ou sans effet de levier, l'investissement dans des parts ou actions d'OPCI demeure limité à 10 % quand bien même le ratio "autres valeurs" pour ces OPCVM est de 50 % (article R. 214-29 du Code monétaire et financier). Ces mêmes OPCVM voient leur ratio d'emprise passer de 35 % à 50 % sur les OPCVM dès lors que derniers constituent des OPCVM dédiés (article R. 214-3).

6. V. le 9^e considérant de la directive 2001/108/CE.

7. Un actif détenu à titre accessoire, selon l'interprétation communément admise, ne peut dépasser plus de 10 % de l'actif de l'OPCVM.

8. Décret n° 2002-278 du 10 décembre 2002, publié au Journal officiel du 12 décembre 2002; Banque & Droit n° 87 janvier-février 2003, p. 41.

9. V. nos observations dans Banque & Droit n° 87 janvier-février 2003, préc.; Sur l'ensemble de la question, V. A. Gauvin, Droit des dérivés de crédit, Revue Banque Edition, p. 394 et s.

10. Par exemple, le programme d'activité dont doit être titulaire la société de gestion recourant aux dérivés de crédit (article R. 214-14 du Code monétaire et financier; V. Banque & Droit n°88, mars-avril 2003, p. 45) prévoit toute une série de mesures destinées à prévenir ces conflits d'intérêts (développement d'une méthode de valorisation indépendante, procédures de contrôle interne particulières, information particulière des porteurs, etc.).

11. Avis du Committee of European Securities Regulators (ou CESR),

On se souvient que la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière avait consacré l'étanchéité des compartiments d'un OPCVM¹³. Avec le décret du 6 décembre 2006, les compartiments sont dorénavant considérés comme des entités indépendantes au regard des règles de composition des actifs (article R. 214-9 du Code monétaire et financier)¹⁴. Cela signifie qu'un fonds de fonds peut dorénavant investir la totalité de son actif dans cinq compartiments d'un même OPCVM. Avant la publication du décret du 6 décembre 2006, les ratios s'appréciaient au regard de l'OPCVM à compartiments, appréhendé dans sa globalité. Cette règle évitait qu'un gérant concentre tous ses risques sur un seul OPCVM, au risque de méconnaître l'étanchéité des compartiments. On relèvera que le ratio d'emprise des fonds de fonds se calcule toujours au niveau de l'OPCVM consolidé (article R. 214-18).

Le décret du 6 décembre 2006 exclut la règle des 5-10-40 aux actifs détenus au titre du ratio "autres valeurs". La question était discutée. En effet, la loi (article L. 214-4 du Code monétaire et financier¹⁵) renvoie à la partie réglementaire du Code monétaire et financier pour définir les dérogations à la règle de la limite à 5 %. Or, les situations où ce ratio de 5 % pouvait être porté à 10 % concernaient uniquement les actifs susceptibles d'être détenus à hauteur de 100 % de l'actif d'un OPCVM. A contrario, cette exception n'avait pas vocation à s'appliquer aux actifs dérogatoires. Certains dépositaires d'OPCVM retenaient cette lecture des textes. Le décret du 6 décembre 2006 lève cette ambiguïté: il est clairement affirmé qu'un OPCVM peut dorénavant employer jusqu'à 10 % de son actif en instruments financiers mentionnés à l'article R. 214-5 d'une même entité¹⁶.

Enfin, le nouveau décret autorise les OPCVM d'OPC alternatifs à investir 100 % de leur actif en parts ou actions d'OPC nourriciers (article R. 214-36-I-6°). Si ces derniers sont des OPC étrangers, les OPC maîtres dans lesquels ils sont investis devront répondre aux 13 critères fixés par l'article 411-34 du règlement général AMF. Cette modification est importante pour les gérants français car de nombreuses gestions alternatives prennent, en pratique, la forme d'OPC nourriciers.

III. Autres mesures

Le décret du 6 décembre 2006 s'attache également à reconnaître expressément les garanties personnelles (garanties à première demande, cautionnements) comme sûretés pouvant réduire le risque de contrepartie d'un OPCVM au

janvier 2006, disponible sur le site internet du CESR (www.cesr-eu.org); V. Banque & Droit n° 106 mars-avril 2006, p. 52.

12. V. l'étude complète de S. Puel sur ce texte à la RTDF n°1 2006, p. 112.

13. F. Bussière et S. Puel, "La gestion collective dans la loi de sécurité financière: entre modernisation et sécurité", préc.

14. S'il existe une solidarité entre les compartiments (hypothèse prévue par l'article L. 214-33 du Code monétaire et financier), cette nouvelle règle de calcul n'a pas, selon nous, vocation à s'appliquer.

15. "Un OPCVM ne peut employer en titres d'un même émetteur plus de 5 % de ses actifs. Un décret en Conseil d'État fixe les cas et les catégories pour lesquels il peut être dérogé à cette limite".

16. Cette disposition nouvelle du Code monétaire et financier est d'ailleurs conforme à la directive OPCVM (article 22-2) qui reconnaît à chaque État membre le loisir de porter ce ratio à 10 % pour toute valeur mobilière.

titre de ses engagements sur instruments financiers à terme (article R. 214-12 du Code monétaire et financier). En effet, le décret du 25 juillet 2005, transposant la directive n°2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière (directive dite Collateral) du 6 juin 2002¹⁷, avait précisé le régime des garanties reçues ou octroyées par un OPCVM. Toutefois, ce régime excluait, de manière incompréhensible (à la différence du régime antérieur), les garanties personnelles du champ des sûretés éligibles concourant à la réduction du ratio de contrepartie¹⁸. Le décret de décembre 2006 corrige cette erreur de plume et place les garanties personnelles au même niveau que les garanties réelles.

Le décret de 2006 renforce enfin le rôle du dépositaire dans les schémas OPCVM maître/nourricier. Depuis

l'adoption du décret du 26 février 2002¹⁹, les nourriciers sont habilités à conclure des instruments financiers à terme, à condition toutefois que leur dépositaire soit également celui de l'OPCVM maître. Ce principe de dépositaire unique doit faciliter les contrôles du dépositaire, notamment pour vérifier l'engagement de l'OPCVM nourricier sur les produits dérivés. Cette règle comportait néanmoins une exception : les dépositaires pouvaient être distincts lorsque l'OPCVM maître ou l'OPCVM nourricier s'interdisait d'intervenir sur les marchés à terme. Cette règle est désormais modifiée. Le dépositaire doit être unique aux deux catégories d'OPCVM dès lors que l'un d'eux prévoit d'intervenir sur les marchés à terme (article R. 214-24).

Modification du règlement général AMF – Multigestion alternative – OPCVM d'OPC alternatifs – Modifications des critères d'éligibilité des fonds cibles

La gestion des OPCVM d'OPC alternatifs est une activité fort régulée en France. Une des mesures d'encadrement prévues par le règlement général AMF consiste à définir des conditions que doivent remplir les fonds sous-jacents pour être souscrits par les gestionnaires français²⁰. Ainsi, l'article 411-34 du règlement général AMF dresse treize critères parmi lesquels figure l'obligation pour "l'entité exerçant soit la gestion soit le conseil en investissement du fonds [d'être] soumise au contrôle d'une autorité qui assure la régulation de ces activités et auprès de laquelle cette entité est enregistrée". Il s'agit là de s'assurer que le gestionnaire dispose d'une organisation adaptée et contrôlée. Le respect de cette condition n'a pas été sans difficulté s'agissant des fonds alternatifs américains.

En effet, la Cour d'appel américaine du district de Columbia, par une décision du 23 juin 2006²¹, a considéré que la règle de la Securities and Exchange Commission (SEC) obligeant les gérants américains à s'enregistrer auprès de ses services était sans fondement²². C'est la raison pour

laquelle, suite à ce jugement, de nombreux gestionnaires de *hedge funds* se sont désenregistrés auprès de la SEC. De ce fait, les fonds dont ils assuraient la gestion n'étaient plus éligibles à l'actif des fonds de fonds alternatifs français en application de l'article 411-34. Pour éviter un désinvestissement massif des gérants français de ces fonds, et ce, au détriment des intérêts des porteurs, l'article 411-34-7° a été modifié par arrêté du 11 décembre 2006 portant modification du règlement général AMF²³. Cette disposition prévoit désormais que "le respect de cette condition [tenant à l'enregistrement du gestionnaire] s'apprécie au moment où intervient l'investissement dans le fonds". Cela signifie que les gestionnaires français peuvent en conséquence conserver les fonds sous-jacents en portefeuille dès lors qu'ils étaient enregistrés lors de leur acquisition, peu importe que leur société de gestion américaine ait décidé par la suite de ne plus l'être. En revanche, les fonds de fonds français ne pourront plus investir à nouveau dans ces mêmes véhicules pour l'avenir, faute d'enregistrement du gestionnaire au moment de leur souscription.

17. Directive introduite en droit français par l'ordonnance du 24 février 2005 ; V. D. Robine, "La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005", Bull. Joly Bourse septembre-octobre 2005, § 139.

18. V. Banque & Droit n°103 septembre-octobre 2005, p. 51.

19. F. Bussière et E. Jardel, "La réforme du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989", Banque & Droit n°83 mai-juin 2002, p. 3.

20. V. notamment le relevé de décisions Cob du 3 avril 2003 sur la multigestion alternative, disponible sur le site internet de l'AMF ; Banque & Droit n° 89 mai-juin 2003, p. 42.

21. Affaire Ph. Goldstein vs Securities and Exchange Commission ; V. le site Internet de la SEC : <http://www.sec.gov>.

22. En vertu de l'Investment Advisers Act de 1940, tout gestionnaire doit s'enregistrer auprès de la SEC. Il est prévu toutefois des dérogations à cette obligation (article 203(b)(3) de l'Investment Advisers Act), notam-

ment lorsque le gestionnaire a eu, au cours des douze mois précédents, moins de quinze clients, ne fait pas du démarchage sur le territoire américain et n'agit pas pour le compte d'une société d'investissement enregistrée. Pour le décompte des quinze clients, chaque fonds géré par le gestionnaire était assimilé à un client, peu importe le nombre d'investisseurs ayant souscrit ledit fonds d'investissement (F. Bussière et J. Trepanier, "L'offre de services de gestion d'actifs aux États-Unis", Banque & Droit n° 74 novembre-décembre 2000, p. 21). En décembre 2004, la SEC modifia son interprétation de la règle estimant que les investisseurs présents dans le fonds devaient être considérés comme des clients au sens de l'Investment Advisers Act (V. G. Eliet et A. Gauvin, *rev.dr.bancaire et financier* 2004, n° 275, p. 431).

23. Arrêté du 11 décembre 2006 publié au Journal officiel du 16 décembre 2006.

Modification du règlement général AMF – création de catégorie de parts et actions d'OPCVM avec couverture de risque de change

Par arrêté du 3 novembre 2006²⁴, l'article 411-11 du règlement général AMF est modifié pour permettre la création de catégorie de parts ou actions d'OPCVM assortie d'une couverture systématique de risque de change, partielle ou totale. La création de plusieurs catégories de parts au sein d'un même OPCVM est une réalité juridique depuis la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière²⁵. C'était une demande forte émanant des professionnels français de la gestion pour concurrencer certains OPCVM européens, notamment luxembourgeois. Cette possibilité était opérationnelle depuis début 2005. Le règlement général de l'AMF (article 411-34) autorisait jusqu'à présent, et ce, de manière limitative, la création de catégories répondant aux demandes les plus courantes. Ainsi, des catégories de parts pouvaient bénéficier de régimes différents de distribution des revenus, être libellées en devises différentes, supporter des frais de gestion différents, supporter des commissions de souscription et de rachat différentes ou avoir une valeur nominale différente. L'AMF s'était toutefois engagée auprès des professionnels à faire évoluer cette liste. C'est chose faite avec la modification de l'article 411-11 du règlement général de l'AMF permettant la création de catégories de parts ou actions avec couverture systématique du risque de change²⁶. Certains États prévoient déjà cette faculté (par exemple le Luxembourg).

Le nouvel article 411-11 dispose que cette "couverture est assurée au moyen d'instruments financiers réduisant au

minimum l'impact des opérations de couverture sur les autres catégories de parts de l'OPCVM". L'impact de la couverture dépend avant tout de la catégorie d'instrument financier utilisé par le gestionnaire pour assurer la couverture. Certains de ces instruments sont plus complexes à mettre en place et peuvent impacter les autres catégories de parts ou d'actions. C'est notamment le cas des options ou des contrats négociés sur les marchés à terme (futures) qui nécessitent le dépôt d'une garantie et des appels de marge. Le règlement général laisse libre le gestionnaire d'assurer la couverture comme il l'entend, sous réserve de respecter cette contrainte. Néanmoins, selon l'AMF, "dès lors que les instruments utilisés sont des opérations de change à terme ou tout autre instrument équivalent ayant les mêmes propriétés, le principe d'égalité de traitement est présumé être respecté"²⁷. Reste à définir la nature de cette présomption. Il reviendra en conséquence au gestionnaire d'affecter les coûts et le résultat de la couverture à la catégorie de parts ou d'actions concernée, étant précisé qu'il n'y a pas, dans l'hypothèse examinée, de ségrégation d'actifs au sein de l'OPCVM. On relèvera que le nouveau plan comptable des OPCVM²⁸ permet déjà cette affectation des frais par catégorie de parts. Par ailleurs, les gestionnaires disposent d'une longue expérience dans cet exercice, avec la coexistence au sein d'un même OPCVM des catégories de parts de capitalisation et de distribution. ■

24. Publié au Journal Officiel du 9 novembre 2006. Les modalités pratiques de cette nouvelle disposition sont détaillées par un article publié dans sa revue mensuelle de novembre 2006 (n° 30, p. 1).

25. V. Article L. 214-2 du Code monétaire et financier, selon lequel "les OPCVM peuvent comprendre différentes catégories de parts ou d'actions dans des conditions fixées respectivement par le règlement du fonds ou les statuts de la SICAV, selon les prescriptions du règlement général de l'AMF"; F. Bussière et S. Puel, "La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité", préc.

26. N'est visée par cette réforme que la couverture systématique du risque de change. Il n'est donc pas possible de prévoir une couverture discrétionnaire du risque de change. Ce type de couverture se réalise souvent en pratique par des mécanismes de maîtres/nourriciers, la gestion discrétionnaire étant logée au sein de l'OPCVM nourricier.

27. Position AMF, revue AMF novembre 2006, préc.

28. Règlement du Comité de la réglementation comptable n°2005-07 du 3 novembre 2005 homologué par arrêté du 26 décembre 2005.

AVIS AUX LECTEURS Les articles publiés par la revue Banque & Droit n'expriment que le point de vue de leurs auteurs respectifs. Le contenu de ces articles n'engage pas la revue Banque ou la FBF qui n'entendent pas prendre position à leur égard.

BANQUE & DROIT Une publication de la Revue Banque

■ Fondateur : François de Juvigny.

■ **18 rue La Fayette, 75009 Paris. www.revue-banque.fr**

Fax : 01 48 24 12 97

■ **DIRECTEUR DE LA PUBLICATION** Valérie Ohannessian.

■ **REDACTION** Rédacteur en chef : Elisabeth Coulomb.

Secrétariat de rédaction : 1^{er} secrétaire de rédaction : Charlotte Poupon (01 48 00 54 16) ; Christine Hauvette (01 48 00 54 10).

■ **MAQUETTE** 1^{er} maquettiste : Emmanuel Gonzalez, Alexandra Démétriadis.

■ **COMITE DE LECTURE** MM. Thierry Bonneau, Alain Cerles, Gérard Gardella, Jean-Louis Guillot, Jean-Pierre Mattout, Michel Storck, Gérard Wissing.

■ **COMITE DE REDACTION** Thierry Bonneau, Université Panthéon

Assas (Paris II) ; Gérard Gardella, Société Générale ;

Jean-Louis Guillot, BNP Paribas ; Nicolas Molfessis, Université Panthéon Assas (Paris II) ; Hubert de Vauplane, BNP Paribas.

■ **ABONNEMENTS** ABOCOM, 26 boulevard Paul Vaillant-Couturier

94851 Ivry-sur-Seine Cedex – Tél. : 01 49 60 06 61, Fax : 01 49 60 10 55,

e-mail : revuebanque@abocom.fr

■ **PROMOTION** Virginie Baillard (01 48 00 54 54).

■ **PUBLICITE** Isabelle Conroux (01 48 00 54 20)

CPPAP – N° 0609 T 84972, Imprimé à Pulnoy (54) par SPEI,

Dépôt légal 1^{er} trimestre 2007.

La reproduction totale ou partielle des articles publiés dans Banque & Droit, sans accord écrit de la Société Revue Banque Sarl, est interdite.