

# Chronique de *Gestion Collective*



**FABRICE BUSSIÈRE**

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

## Règlement général AMF - Dispositions touchant la gestion d'actifs pour le compte de tiers.

Le règlement général AMF, homologué par arrêté du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie du 12 novembre 2004 et publié au journal officiel du 24 novembre 2004, réalise une codification à droit constant de la réglementation COB et CMF. Les livres III et IV, traitant respectivement des prestataires et des produits d'épargne collective, regroupent désormais l'essentiel des dispositions relatives à la gestion collective pour le compte de tiers. Ce règlement abroge les Règlements COB n° 89-02, 96-02 et 96-03<sup>1</sup>. Quand bien même ce règlement général est le résultat d'une codification à droit constant, l'autorité de surveillance a profité de la publication de son règlement pour introduire des dispositions nouvelles en la matière, pour poursuivre notamment le travail de transposition de la directive OPCVM du 20 décembre 1985, telle que modifiée par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE<sup>2</sup>, à la suite de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003. Ces nouvelles dispositions sont les suivantes :

La transposition en droit français de la directive 2001/107/CE par la loi de sécurité financière a fait disparaître les sociétés de gestion à objet exclusif (régies par l'ancien article 12 de la loi du 23 décembre 1988). L'activité de gestion d'actifs (sur une base individuelle ou collective) doit dorénavant être exercée par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Toutefois, au regard du droit européen, cette activité se trouve régie par deux directives : la directive OPCVM et la directive Marché d'instruments financiers (MIF) du 21 avril 2004. Le règlement général reprend cette distinction dans son article 322-1 : une société de gestion relevant de la directive OPCVM (selon la terminologie AMF, société de type I) devra gérer au moins un OPCVM coordonné, tout en conservant la capacité de gérer des fonds non coordonnés et des mandats de gestion. Les SICAV coordonnées pourront déléguer leur gestion uniquement à cette catégorie de société. La société de gestion relevant de la directive MIF (dite de

type II) ne pourra, en revanche, pas gérer des OPCVM coordonnés. L'option entre ces deux statuts doit être exercée avant le 29 janvier 2005<sup>3</sup>.

Quel que soit le statut de la société de gestion au regard de ces deux directives, son capital social minimum passe de 50 000 euros à 125 000 euros (article 322-8 règlement général). La SGP doit cependant justifier à tout moment d'un niveau de fonds propres au moins égal au plus élevé des montants entre : i) 125 000 euros complétés d'un montant égal à 0.02 % du montant de l'actif géré excédant 250 millions d'euros, ii) ou le quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent. Cette disposition transpose en l'état les exigences de la directive OPCVM (article 5 bis) en la matière. Une étude d'impact, menée lors de la réforme de la directive OPCVM, avait souligné que la grande majorité des sociétés de gestion françaises répondait déjà à cette exigence.

S'agissant de la délégation de gestion, le règlement général (article 322-16) introduit également les principes édictés par la directive OPCVM modifiée. Désormais, la convention de délégation de gestion devra prévoir la possibilité pour la société délégante de résilier à tout moment la convention de délégation. Lorsque la résiliation est effectuée à l'initiative du délégataire, elle ne doit pas remettre en cause la continuité de l'activité déléguée. Par ailleurs, lorsque le délégataire relève d'un État non partie à l'accord sur l'EEE, la coopération entre l'AMF et l'autorité de surveillance de cet État doit être assurée.

On relèvera également que le règlement général AMF (article 322-53 et s.) détaille précisément les obligations à la charge de la SGP en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, notamment dans les mécanismes de distribution d'OPCVM par un tiers. Ces obligations sont plus ou moins lourdes, selon le type de réglementation applicable au distributeur de l'OPCVM et de l'État dont il relève, notamment si la législation de ce dernier est reconnue insuffisante ou dont les pratiques sont considérées comme faisant obstacle à la lutte contre le blanchiment par l'instance internationale de concertation et de coordination en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> L'article 6 du Règlement COB n° 96-03, relatif au choix des intermédiaires et des investissements, reste encore en vigueur.

<sup>2</sup> F. Bussière et E. Courant, La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985, *Banque & Droit* novembre-décembre 2002, p. 6 (1<sup>re</sup> partie) mai-juin 2003, p. 14 (2<sup>e</sup> partie).

<sup>3</sup> Sur la procédure, v. mise en place du prospectus des OPCVM et évolutions réglementaires relatives au statut des sociétés de gestion (modalités d'information et d'échange avec l'AMF), *Rev. AMF* n° 9, décembre 2004, p. 1.

<sup>4</sup> J.F. Thony, La problématique offshore, *Rapport moral sur l'argent dans le monde* en 2001, p. 297.

Le règlement général (article 322-75 et s.) précise les contours de l'obligation de vote pesant sur les SGP, telle qu'issue de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière. L'article L. 533-4-8 du Code monétaire et financier oblige les sociétés de gestion à « *exercer les droits attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent, dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou des porteurs de part de ces OPCVM et rendre compte de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote [...]. En particulier, lorsqu'elles n'exercent pas ces droits de vote, elles expliquent leurs motifs aux porteurs de parts et actionnaires des OPCVM* »<sup>5</sup>. Pour rendre compte d'une politique, encore faut-il qu'elle soit préalablement décrite. C'est la raison pour laquelle l'AMF exige qu'elle soit présentée et détaillée dans un document intitulé « *politique de vote* », qui « *présente les conditions dans lesquelles elle [la SGP] entend exercer les droits de vote* » (article 322-75). Il doit être dressé au plus tard au 31 mars 2005. Ce document sera mis à la disposition de l'AMF et des investisseurs, soit sur le site Internet de la société de gestion, soit remis au siège de cette dernière. Cette pratique, déjà éprouvée dans des réglementations étrangères (ainsi les gestionnaires américains doivent remettre à la SEC un document similaire), s'inscrit naturellement dans le sillage des recommandations émises par l'AFG relatives au gouvernement d'entreprise<sup>6</sup>. Le document de politique de vote doit, selon le règlement général AMF, comporter cinq chapitres : organisation de la société de gestion lui permettant d'exercer les droits de vote<sup>7</sup>; les principes auxquels la société de gestion entend se référer pour déterminer les cas dans lesquels elle exerce les droits de vote (par ex. seuils de détention déclenchant l'exercice des droits) ; les principes auxquels la société de gestion entend se référer à l'occasion de l'exercice des droits de vote ; description des procédures destinées à prévenir des situations de conflits d'intérêts pouvant affecter le libre exercice des droits de vote<sup>8</sup> ; l'indication du mode courant d'exercice des droits de vote. Chaque année, la société de gestion doit rendre compte de l'exercice des droits de vote dans un rapport, précisant notamment le nombre de sociétés dans lesquelles la SGP a exercé ses droits de vote par rapport au nombre total de sociétés dans lesquelles elle disposait de droits de vote, les situations dans lesquelles la SGP a estimé qu'elle ne pouvait pas respecter les principes édictés dans sa « *politique de vote* », les situations de conflits d'intérêt rencontrés à l'occasion de l'exercice des droits de vote. Ce rapport est tenu à la disposition de l'AMF et peut être consulté par les investisseurs sur le site

Internet de la société où remis directement au siège social de celle-ci.

Les professionnels de la gestion alternative attendaient avec impatience la publication du règlement général AMF. En effet, la loi de sécurité financière a introduit en droit français de nouveaux types d'OPCVM destinés à cette gestion : les OPCVM à règles d'investissement allégées et les OPCVM contractuels<sup>9</sup>. Néanmoins, la loi de sécurité financière ainsi que le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989<sup>10</sup> avaient renvoyé, sur de nombreux points de fonctionnement de ces OPCVM, au règlement général AMF, de sorte que ces produits ne pouvaient être lancés par les sociétés de gestion françaises tant que ledit règlement n'était pas publié. Tout d'abord, le règlement général définit les conditions d'investissement dans ces nouveaux produits. Par définition, l'utilisation de techniques de gestion complexes réservent ces OPCVM à des investisseurs avertis<sup>11</sup>. Pour ce faire, le règlement général limite leur accès par l'instauration d'un minimum d'investissement, comme pour les anciens OPCVM à procédure allégée. Le montant de ces tickets d'investissement varie selon le niveau de risque que présente l'investissement dans l'OPCVM. Le règlement général reprend également la définition des investisseurs professionnels, telle qu'elle figure dans la nouvelle directive Marchés d'instruments financiers (directive MIF) du 21 avril 2004<sup>12</sup>. S'agissant des OPCVM à règles d'investissement allégées, mentionnés aux sections I et II du décret du 6 septembre 1989, le règlement les réserve aux porteurs investissant initialement au minimum 125 000 euros<sup>13</sup>. Ce seuil est abaissé à 10 000 euros pour les investisseurs ayant occupé pendant au moins un an une position professionnelle dans le secteur financier leur ayant permis d'acquérir une connaissance de la stratégie de l'OPCVM. Ce seuil est également applicable à tout investisseur, personne physique ou morale, qui détient un portefeuille d'instruments financiers, de produits d'assurance ou de dépôts d'une valeur égale ou supérieure à 1 000 000 euros. En revanche, aucun seuil n'est requis pour les investisseurs qualifiés, mentionnés à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier, relatif à la définition de l'appel public à l'épargne<sup>14</sup>, la Banque centrale européenne (BCE), les banques centrales, la Banque mondiale, le FMI, la BEI et les États. Aucun seuil n'est également applicable aux sociétés répondant à deux des trois critères suivants : total de bilan supérieur à 20 000 000 euros ; chiffre d'affaires supérieur à 40 000 000 euros ; capitaux propres supérieurs à 2 000 000 euros. Pour les OPCVM à règles d'investissement allégées mentionnées à la section III du

<sup>5</sup> R. Kaddouch, L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière, D. 2004, p. 796.

<sup>6</sup> V. Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, AFG, modifié en 2004, aux termes duquel « *l'AFG attache une importance particulière à ce que les gestionnaires élaborent une politique de vote comprenant des critères de vote des résolutions. Elle invite les gestionnaires à être transparents sur leur politique* ». V. P. Bollon, « *Bien gérer, c'est aussi bien voter* », Rev.Eco.Fin. juillet 2001, n° 63, p. 153.

<sup>7</sup> Se pose d'emblée la question de déterminer qui exerce ce droit lorsque l'OPCVM délègue sa gestion financière. Il nous semble que la convention de délégation peut contractuellement désigner le délégant ou le délégataire pour exécuter cette obligation.

<sup>8</sup> On songe notamment à des situations où la société de gestion doit décider d'apporter ou non les titres détenus en portefeuille à une offre (OPA ou OPE) visant les titres de sa société-mère où le vote par le gestionnaire dans une assemblée générale d'un émetteur qui se trouve être un des porteurs importants de la société de gestion.

<sup>9</sup> F. Bussière et S. Puel, La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité, Bull.Joly Bourse septembre-octobre 2003, §74, p. 555 ; L. Dumoulin, Les OPCVM dans la loi de sécurité financière, Droit et Patrimoine décembre 2003, n° 121, p. 81.

<sup>10</sup> Tel que modifié par le décret du 21 novembre 2003, V. Banque & Droit janvier-février 2004, p. 40, F. Bussière.

<sup>11</sup> J.-C. Bertrand et J.-F. Boulier, Les risques des *hedged funds*, Banque & Marchés n° 63, mars-avril 2003, p. 59.

<sup>12</sup> K. Vuillemin, Libre propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers 2004/39/CE, Bull.Joly Bourse septembre-octobre 2004, §119, p. 579 ; Banque & Droit mai-juin 2004, p. 36, F. Bussière.

<sup>13</sup> On relèvera que ce seuil est applicable aux OPCVM RIA de « droit commun » et aux OPCVM RIA à effet de levier. On aurait pu imaginer que, pour ces derniers, un seuil plus élevé fut retenu du fait que les risques encourus par les investisseurs peuvent être plus importants.

<sup>14</sup> Complété par le décret n°98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998.

Type d'OPCVM	Investisseurs qualifiés/ BCE/ Banques centrales/Banque mondiale FMI/ BEI/État/sociétés (sur critères)	Autres investisseurs	
		Sans condition	Patrimoine >1 million euros ou expérience professionnelle
OPCVM Contractuel	Sans seuil	250 000	30 000
ARIA simple/ effet de levier		125 000	10 000
FCIMT		10 000	10 000
OPCVM de fonds alternatifs		10 000 sauf capital garanti (0)	10 000 sauf capital garanti (0)

décret du 6 septembre 1989, c'est-à-dire les OPCVM de fonds alternatifs, ce seuil est fixé à 10 000 euros, sauf lorsque le capital souscrit est garanti<sup>15</sup>. Dans ce dernier cas, aucun minimum d'investissement n'est requis. De même, il n'est exigé aucun montant minimum de souscription pour les investisseurs qualifiés, la BCE, les banques centrales, la Banque mondiale, le FMI, la BEI, un État ou les personnes morales répondant à deux des trois critères mentionnés ci-dessus. S'agissant des OPCVM contractuels, un investissement minimum de 250 000 euros est requis. L'importance de ce seuil s'explique par le fait que ce véhicule peut prendre des paris financiers plus importants sur les marchés, définis dans le prospectus, avec, comme corollaire, des risques accrus pour les porteurs. Le règlement général AMF pose également des dérogations à ce principe. Aucun montant de souscription n'est exigé pour les investisseurs qualifiés, les États, la BCE, les banques centrales et les personnes morales répondant à deux des trois critères visés ci-dessus. Pour les investisseurs disposant d'un patrimoine égal ou supérieur à un million d'euros ou ceux disposant d'une expérience professionnelle, un investissement initial de 30 000 euros sera requis. Enfin, les FCIMT, comme l'avait annoncé la loi de sécurité financière, se trouvent désormais des OPCVM réservés à certains investisseurs. Le montant minimum d'investissement pour investir dans les fonds de « futures » est de 10 000 euros<sup>16</sup>. Pour mémoire, cet OPCVM, créé en 1987, était jusqu'à présent ouvert à tout investisseur. Le tableau figurant ci-après synthétise ces différents seuils d'investissement instaurés par le règlement général.

Le règlement général module également l'obligation d'information et de conseil pesant sur la société de gestion en fonction du statut de l'investisseur. Ainsi, certains investisseurs professionnels, au sens de la directive MIF<sup>17</sup>, peuvent renoncer au bénéfice de cette obligation, à condition de respecter une procédure prévue dans le règlement général. Les autres investisseurs, y compris les investisseurs qualifiés, bénéficient du régime commun (article 411-53).

Outre les conditions d'accès, le règlement général AMF précise les règles de fonctionnement de ces nouveaux OPCVM. On relèvera que les OPCVM à règles d'investisse-

ment allégées, les fonds contractuels et les FCIMT peuvent prélever des frais variables dès le 1<sup>er</sup> euro de performance. Ce mécanisme de rémunération du gestionnaire est caractéristique de la gestion alternative, qui recherche une performance « absolue », décorolée des tendances de marché.

Le décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 (article 16) avait renvoyé au règlement général AMF s'agissant de la définition des écarts types des OPCVM indiciels<sup>18</sup>. Cet écart type, mesurant la différence entre la performance de l'OPCVM et celle de l'indice, également appelé écart de suivi, est fixé par le règlement général à 1 %, ou si le chiffre est plus élevé, à 5 % de la volatilité de l'indice. Sous certaines conditions, ces chiffres peuvent être doublés. En outre, cet écart de suivi ne doit pas dépasser 4 % ou 20 % de la volatilité de l'indice pour les OPCVM à gestion indicielle étendue, qui s'efforcent de battre un indice<sup>19</sup>. Leur performance peut en conséquence s'écarter de l'indice.

Enfin, il convient de souligner que le règlement général AMF prévoit de nombreuses dispositions transitoires (article 417-1). Parmi ces dispositions, on relèvera celle repoussant au 30 septembre 2005 le passage de la notice au prospectus complet des OPCVM coordonnés, des OPCVM indiciels et des OPCVM d'OPCVM se transformant en OPCVM RIA et OPCVM contractuels. Pour les autres OPCVM, la bascule au prospectus doit être réalisée au plus tard le 30 avril 2006.

### Position AMF - Rétrocessions des frais de gestion de souscription/rachat et des frais de gestion dans les fonds de fonds.

L'AMF a publié une note technique, importante pour la pratique, concernant les rétrocessions des frais de souscription/rachat et des frais de gestion dans les fonds de fonds<sup>20</sup>. Cette publication constitue l'aboutissement d'un long dialogue entre professionnels de la gestion et l'AMF. On se souvient que la réflexion sur ce thème avait été initiée par le rapport COB Adhémar relatif aux frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective<sup>21</sup>, dont l'objectif était notamment de clarifier les

<sup>15</sup> Ce seuil était déjà applicable avant la publication du règlement général suite au relevé de décisions COB sur la multigestion alternative du 3 avril 2003 (Rev.mens. COB n° 378 avril 2003, p. 11).

<sup>16</sup> Sur ces OPCVM, F. Bussière, *Quelle réforme pour les FCIMT ?*, Banque & Droit septembre-octobre 2002, p. 21.

<sup>17</sup> État, BCE, les banques centrales, Banque mondiale, FMI, BEI, sociétés répondant à 2 des 3 critères posés à l'article 411-2 ainsi que les investisseurs possédant une expérience professionnelle (ces derniers ne peuvent toutefois renoncer à cette obligation lorsqu'ils souscrivent dans des fonds de fonds alternatifs et des FCIMT).

<sup>18</sup> L'AMF avait déjà déterminé ces seuils dans sa revue mensuelle de septembre 2004, n° 6, p. 73, Dispositions applicables aux OPCVM indi-

ciels et à référence indicielle.

<sup>19</sup> L'AMF reprend une distinction ébauchée par l'OICV : *Index funds and the use of indices by the asset management industry*, Février 2004, disponible sur le site de l'OICV : [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

<sup>20</sup> Rev. mensuelle AMF décembre 2004, n° 9, p. 49. Malgré l'intitulé de cette position AMF, les principes qui y sont exposés ont vocation à s'appliquer à tout OPCVLM investissant dans un autre OPCVLM, qu'ils aient été qualifiés ou non d'OPCVM d'OPCVM.

<sup>21</sup> Bull. mensuel COB octobre 2002, n° 372, p. 11 et s. ; E. Jouberteix, « Les changements issus du rapport Adhémar », Banque magazine, juillet-août 2004, p. 46.

mécanismes de rétrocession de frais dans la gestion d'actif et en assurer une information claire et compréhensible pour les porteurs. Le Règlement COB n° 2003-07<sup>22</sup>, modifiant le règlement COB n° 96-03, consacra une partie des conclusions du rapport Adhémar, et dont les dispositions ont été reprises dans le nouveau règlement général AMF. Ces dernières devaient toutefois être précisées s'agissant de l'activité d'OPCVM d'OPCVM, qui obéissait à des pratiques de rétrocession particulières. La publication AMF de décembre 2004 pose et détaille trois principes :

Le premier, qui figure déjà dans le règlement général AMF (article 322-43), interdit au gestionnaire de fonds de recevoir, pour son compte, une partie des frais de gestion des OPCVM dans lesquels il investit. La raison de cette interdiction est simple : l'acte d'investissement du gérant du fonds de tête doit, dans ce cas précis, être motivé exclusivement par les avantages que procure le fonds cible pour le fonds de tête. Ce choix ne doit dépendre en aucune manière de conventions de rétrocession existant éventuellement entre le gestionnaire du fonds de tête et le gestionnaire du fonds cible. Si rétrocession il y a, elle doit profiter exclusivement à l'OPCVM, et donc, à ses porteurs. Par ailleurs, les mécanismes de rétrocession à la société de gestion étaient opaques : l'investisseur ignorait souvent les conditions réelles dans lesquelles la société de gestion était rémunérée.

Le second principe concerne la distribution d'OPCVM d'OPCVM. L'AMF interdit, dans ce schéma, toute rétrocession de frais de gestion du fonds cible au distributeur du fonds de tête. Il s'agit là d'éviter toute immixtion du distributeur dans le choix des fonds sous-jacents de l'OPCVM pour des raisons tenant à des accords de rétrocession. A défaut, l'indépendance du gestionnaire du fonds de tête serait méconnue et il n'agirait plus dans l'intérêt exclusif de ses porteurs (V. article 214-3 du Code monétaire et financier). Une dérogation est cependant prévue par le règlement général AMF (article 322-43) en faveur des OPCVM maîtres/nourriciers. En effet, la distribution de ce type d'OPCVM permet la rétrocession des frais de gestion de l'OPCVM maître au distributeur. Du fait que le nourricier investit, par définition, 100 % de son actif dans le fonds maître<sup>23</sup>, une telle rétrocession n'est pas de nature à remettre en cause l'indépendance du gestionnaire du fonds nourricier vis-à-vis du distributeur.

Enfin, et c'est une nouveauté introduite par l'AMF dans sa publication de décembre 2004, se trouvent désormais prohibées les rétrocessions d'un fonds cible à une entité chargée de la commercialisation de ce même fonds cible auprès de la société de gestion du fonds de tête. Se trouvent concernées, en l'occurrence, les centrales d'achat destinées à mettre en contact des fonds cibles avec des gérants de fonds de fonds<sup>24</sup>.

En l'état, ces principes soulèvent trois difficultés majeures : la première concerne le champ d'application de cette position AMF. Certes, l'autorité de tutelle précise, de manière maladroite, que « les conditions d'application de ces éléments aux fonds commercialisés en dehors de l'espace

*économique européen feront l'objet d'une communication ultérieure* ». Il faut comprendre que les principes énoncés ont vocation à s'appliquer aux seuls OPCVM français et, semble-t-il, aux OPCVM coordonnés. L'AMF exclut les OPCVM commercialisés en dehors de l'EEE. Les fonds étrangers, autres qu'européens coordonnés, se trouveraient *de facto* exclus. Une telle dissociation entre OPCVM coordonnés et OPCVM étrangers, autres que coordonnés, si elle devait être confirmée ultérieurement, serait bien délicate à fonder, du fait simplement que la directive OPCVM de 1985 ne traite pas de la question. Elle ne peut donc asseoir cette distinction opérée par l'AMF. Cette problématique rejoint une question plus générale, touchant au caractère extra-territorial de la réglementation AMF relative à la gestion collective. En l'occurrence, si on considère que la publication AMF sur les rétrocessions régit uniquement les produits (FCP ou SICAV), il convient alors de la circonscrire aux seuls OPCVM français. Si, au contraire, elle constitue une réglementation « acteur », elle se trouve de ce fait applicable à tout OPCVM, français ou non, dès lors qu'il est géré par une société de gestion française. Bien que les dispositions examinées figurent dans le livre III du règlement général relatif aux prestataires, l'AMF, en l'espèce, ne tranche pas clairement ce point et devra rapidement clarifier sa position.

La seconde difficulté concerne la conciliation du principe énoncé avec celui d'égalité des porteurs (article 322-34 RG AMF). Par définition, si une rétrocession est effectuée en faveur d'un OPCVM, le principe d'égalité des porteurs commande au fonds cible d'effectuer une rétrocession à un porteur se trouvant dans une situation équivalente. En d'autres termes, une rétrocession réalisée en faveur d'un fonds de fonds pourrait être remise en cause, sur le fondement de ce principe, au motif qu'un autre porteur n'aurait pas bénéficié d'une rétrocession similaire. En pratique, comment s'assurer que ce principe est respecté ? L'AMF semble aménager un régime particulier pour les fonds de fonds au regard de ce principe. En effet, le principe de rétrocession à un fonds de fonds est consacré par l'AMF, sous réserve de respecter certaines conditions (v. ci-dessus).

Enfin, la dernière difficulté se loge dans les conditions de l'AMF concernant les modalités pratiques de rétrocession des frais aux fonds de fonds. En effet, l'autorité de tutelle estime que les rétrocessions sur les frais de gestion sont prises en compte à chaque calcul de la valeur liquidative de l'OPCVM. Ce montant provisionné doit, selon l'AMF, « être suffisamment précis pour éviter tout impact significatif sur la valeur liquidative du fonds » lors de l'ajustement fait entre le rapprochement entre ledit montant et les rétrocessions effectivement perçues. Pratiquement, lorsque les fonds de tête reçoivent des montants de faible importance comparés à l'actif desdits fonds, cette imputation sera pour les sociétés de gestion difficile à calculer, sauf à publier une valeur liquidative comportant plusieurs décimales après la virgule !

Les principes rappelés dans la publication de l'AMF

22 V. Banque & Droit janvier-février 2004, p. 43, F. Bussière.

23 Article L. 214-34 du Code monétaire et financier.

24 Sur ces plateformes, de manière plus générale, V. A. Gauberti,

Bilan du développement des supermarchés de fonds en France, JCP éd. E 2004, 28.

sont applicables à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005. Cependant, la date est repoussée au 1<sup>er</sup> juillet 2005 s'agissant des rétrocessions versées à un distributeur en vertu d'une convention conclue avant le 24 novembre 2004, date de publication du règlement général au Journal officiel. L'AMF précise également que l'augmentation des frais directs du fonds de tête « due à la diminution des frais indirects ne constitue pas une augmentation des frais de gestion », entraînant une information préalable des investisseurs et une sortie sans frais de l'OPCVM. Dans ce cas précis, l'augmentation des frais directs doit seulement faire l'objet d'une mise à jour des prospectus et d'une information *a posteriori* des porteurs.

#### « Règle des quatre yeux » – Société de gestion de portefeuille – Position de l'AMF

La réorganisation des pouvoirs dans les sociétés par actions suite aux lois NRE et de sécurité financière avait conduit la COB, dans sa revue mensuelle<sup>25</sup>, à donner son interprétation des articles L. 532-9-4 et L. 532-9-5 du Code monétaire et financier, relatifs aux personnes dirigeant et déterminant l'orientation des sociétés de gestion. L'article L. 532-9-4 pose le principe qu'une société de gestion « est dirigée effectivement par des personnes possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adaptée à leur fonction ». L'alinéa 5 de la même disposition ajoute que la société a « son orientation déterminée par deux personnes au moins remplissant les conditions fixées au 4 »<sup>26</sup>. L'article L. 532-9 traite en conséquence des dirigeants dans deux alinéas distincts, rendant de la sorte leur articulation et interprétation délicates.

Ainsi, la lecture de l'article L. 532-9-4 avait amené l'autorité de tutelle à exiger des sociétés de gestion que leur direction soit assurée par deux personnes ayant la qualité de dirigeants sociaux au sens du droit des sociétés, pouvant représenter celle-ci vis-à-vis des tiers. En pratique, pour les sociétés de gestion prenant la forme de société anonyme, la direction effective de la société devait être conduite par le directeur général et les directeurs généraux délégués. Par ailleurs, s'agissant de la direction de la société, au sens de l'article L. 532-9-5, l'AMF admettait – sous certaines conditions – que la détermination de l'orientation de la société soit assurée par une personne non dirigeant social.

Cette interprétation de l'article L. 532-9-4 du Code monétaire et financier, imposant deux dirigeants représen-

tant la société vis-à-vis des tiers, prêtait à critique. Pour l'AMF, l'utilisation du pluriel par le Code monétaire et financier aurait obligé la société de gestion à désigner deux dirigeants. Cette interprétation ne convainc pas : le pluriel employé en l'occurrence à l'article L. 532-9-4 est indéfini. Il n'impose pas au minimum deux dirigeants sociaux. Il indique seulement que si deux dirigeants sont désignés, ils doivent remplir certaines conditions. D'ailleurs, la directive OPCVM n'impose pas une telle exigence<sup>27</sup>. En outre, cette interprétation excluait, pour les sociétés dissociant la fonction de président de celle de directeur général, ledit président, des dirigeants possibles de la société de gestion au sens de l'article L. 532-9-4. Or, s'il n'est pas un représentant légal au sens du droit des sociétés, le président « dissocié » n'en demeure pas moins un véritable dirigeant social<sup>28</sup>. C'est d'ailleurs l'interprétation retenue par le CECEI pour les entreprises d'investissement, autres que les sociétés de gestion<sup>29</sup>. Étrangement, ce qui était valable, en termes d'organisation, pour le CECEI ne l'était pas pour l'AMF.

Cette position AMF soulevait en conséquence des difficultés d'application pour les sociétés de gestion, notamment celles de petite taille, pour lesquelles la désignation d'un second dirigeant constitue une solution lourde. En outre, s'agissant des SA à directoire, la nomination d'un deuxième dirigeant apparaissait superflue.

Compte tenu de ces éléments, l'AMF adopte désormais une position plus souple. Retenant une lecture combinée des alinéas 4 et 5 de l'article L. 532-9, l'AMF demande que « la société de gestion soit dirigée et voit son orientation déterminée par les personnes suivantes : premier dirigeant : un mandataire social habilité à représenter la société dans ses rapports avec les tiers ; second dirigeant : un autre mandataire social habilité à représenter la société dans ses rapports avec les tiers ou le président du conseil d'administration ou une personne spécialement habilitée par les organes sociaux collégiaux ou les statuts [...] pour diriger la société et déterminer l'orientation de son activité ». Le second dirigeant n'est donc plus nécessairement un représentant légal de la société. En outre, compte tenu du principe de permanence formulé à l'article 322-14 du règlement général AMF, l'un de ces deux dirigeants doit être présent à temps plein dans la société. Une dérogation à cette règle est prévue en faveur des sociétés de gestion détenues à 90 % directement par une autre société de gestion. ■

25 Bull.mensuel COB n° 382, septembre 2003, p. 173. Cette position de la COB avait été réaffirmée dans le rapport annuel AMF pour 2003, p. 113.

26 V. Commission des sanctions AMF, décision de sanction du 16 mars 2004, Rev.mens. AMF n° 3 mai 2004, p. 35.

27 V. article 5 bis directive 85/611/CEE.

28 Sur l'étendue de ses pouvoirs, V. M. Cozian, A.Viandier, F. Deboissy, Droit des sociétés, Litec, 17<sup>e</sup> éd. 2004, spéc. n° 547.

29 V. Communiqué du 9 novembre 2001, Dissociation des fonctions de

président du conseil d'administration de celles de directeur général dans les sociétés anonymes, et notion de dirigeant responsable au sens du Code monétaire et financier, Bulletin officiel de la Banque de France n°35, novembre 2001, p. 11. Comp. G. Eliet, Prestataires de services d'investissement : comment concilier la règle des « quatre yeux » avec la loi NRE, D. 2003, p. 258 ; Sur l'ensemble de cette question, V. Th. Samin, Les dirigeants responsables au sens de l'article 17 de la loi du 24 janvier 1984, Banque & Droit n° 70, mars-avril 2000, p. 22.