

AIFM : ÉVOLUTION OU RÉVOLUTION ? 110X8

S. SAINT-PÉ Propos introductifs	p. 29
G. ELIET Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout	p. 30
B. GIBEAU AIFMD : entre obligations réglementaires et nouvelles opportunités business	p. 34
K. LACHGAR De la directive OPCVM I à la transposition de la directive AIFM : exégèse de l'évolution de l'activité de dépositaire en Europe	p. 39
I. RIASSETTO ET N. DUGUAY AIFM, OPCVM, MIF : quel périmètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ?	p. 45
S. SAINT-PÉ FIA immobiliers : le véritable renouveau des SCPI	p. 55

Propos introductifs 110z4

Stéphanie SAINT-PÉ

Directrice des affaires juridiques et fiscales de l'ASPIM (Association française des sociétés de placement immobilier)

La directive n° 2011/61/UE du 8 juin 2011 portant sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dite *AIFM*, est transposée en droit français depuis le 25 juillet dernier, par le biais de l'ordonnance n° 2013-676 et son décret d'application n° 2013-687. C'est dire que le cadre de la gestion collective est complet, puisque désormais le monde des fonds d'investissements est séparé en deux ensembles cohérents que sont les OPCVM, soumis à la directive *UCITS*, et les FIA, soumis à la directive *AIFM*. En répondant à l'une des exigences du G20, cette directive vient réguler les gestionnaires de tous les fonds d'investissement ne répondant pas à la norme européenne *UCITS IV* (OPCVM) : les fonds de gestion alternative, les fonds de *private equity*, les fonds immobiliers, mais aussi les fonds non coordonnés à vocation générale. L'environnement des sociétés de gestion est ainsi bouleversé puisque désormais, plus aucune activité de gestion collective ne pourra échapper à l'application de l'une ou l'autre de ces deux directives. Et c'est sans compter sur une troisième directive structurante qu'est la directive *MIF*, qui encadre les autres services d'investissement qu'une SGP peut fournir à ses clients, et dont la révision est près de toucher à son terme.

La directive *AIFM* est donc venue parfaire un schéma global de gestion afin d'apporter plus de sécurité aux clients et de contrôle des gérants, grâce à des règles notamment tenant à la liquidité des fonds, la gestion des risques, les conditions de délégation, mais aussi

un encadrement des fonds propres et des rémunérations, parmi les sujets les plus prégnants. La directive apporte également plus de transparence avec un volet relatif aux obligations de *reporting*, tant vis-à-vis du régulateur français et européen que vis-à-vis des investisseurs. La directive *AIFM* c'est aussi l'intervention systématique d'un dépositaire, chargé de contrôler les activités de gestion des gérants et le respect de la politique d'investissement des FIA, ainsi que de surveiller les flux de trésorerie afin qu'ils soient en cohérence avec la politique d'investissement du fonds.

Certes, cette directive apporte son lot de contraintes pour les sociétés de gestion mais c'est aussi un formidable tremplin pour la commercialisation des produits de gestion collective français à l'international. Car le pendant de ces nouvelles règles est bien de profiter d'un double passeport : un passeport commercialisation qui permettra aux AIFM de vendre leurs FIA en Europe et dans le monde, et un passeport relatif aux services de gestion de FIA permettant aux acteurs d'exporter leur savoir-faire.

Le présent dossier fait donc un tour d'horizon général de l'application en droit français de la directive *AIFM*, qu'il s'agisse de la vue du régulateur, de celle des professionnels de la gestion comme de celle des acteurs incontournables que sont les dépositaires. Les problématiques y sont posées, les opportunités y sont également envisagées car cette directive est désormais applicable et inutile de dire qu'il vaut mieux lui trouver des atouts puisqu'il faudra vivre avec...

ENTRETIEN

Guillaume ELIET

Guillaume Eliet, promu secrétaire général adjoint de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en 2013, a exercé à la Caisse des dépôts et consignations, puis chez BNP en tant que juriste de la salle de marché obligataire avant de rejoindre, en 1999, le cabinet d'avocat Coudert Brothers LLP. Il entre à l'AMF en mai 2005, en qualité de juriste en charge de la doctrine au sein du service des prestataires et des produits d'épargne. En 2009, Guillaume Eliet est nommé adjoint du chef de service des prestataires et produits d'épargne. Depuis 2010, il dirige la direction de la gestion d'actifs.



Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout 110y4

Transposée par la France en juillet 2013, la directive AIFM met en place une réglementation harmonisée en Europe des gérants alternatifs. Son champ est très large. Elle vise à la fois les gestionnaires de fonds traditionnels non coordonnés, mais également ceux de l'immobilier ou du capital investissement. Elle englobe aussi des professionnels qui, jusqu'alors, n'étaient pas dans le champ des règles du Code monétaire et financier. Guillaume Eliet, secrétaire général adjoint de l'AMF en charge de la gestion d'actifs revient sur l'origine de cette directive, ses enjeux aujourd'hui et les opportunités qu'elle offre pour l'industrie française de la gestion d'actifs.

BJB : Quels sont les objectifs de la directive AIFM ?

Guillaume Eliet Les institutions européennes réfléchissaient depuis 2006 à la régulation de gestion alternative mais la crise financière mondiale, dans le sillage des *subprimes*, de la faillite de la banque Lehmann Brothers et de la fraude *Madoff* a accéléré le processus. Ainsi, c'est en 2009 que les États membres du G20 réunis à Londres puis à Pittsburgh ont lancé plusieurs initiatives visant à encadrer davantage certains pans de la finance et notamment celui des *hedge funds*.

Dans ce contexte, l'objectif initial et central de la directive AIFM était de lutter contre le risque systémique porté par la gestion alternative. Pour cela, la directive a mis en place plusieurs outils, parmi lesquels des obligations pour les gestionnaires de transmettre à leurs régulateurs nationaux des informations très précises sur leurs gestions, les actifs détenus et les niveaux de risque générés par leurs positions. Ces informations, collectées et analysées au niveau des régulateurs nationaux, sont agrégées au niveau du régulateur européen, l'ESMA. Elles doivent permettre de réagir dès lors que les risques pris deviendraient excessifs ou mal contrôlés.

Mais la directive a eu aussi un objectif plus traditionnel d'harmonisation des législations et de création d'un marché intérieur. Elle met en place un cadre européen commun pour l'ensemble des gestionnaires de véhicules collectifs qui jusqu'à présent n'étaient régulés qu'au niveau national. Il s'agit, en quelque sorte, de combler un vide : la directive UCITS de 1985 avait mis en place une harmonisation des législations et un marché intérieur des fonds ouverts au grand public ;

la directive AIFM poursuit cet exercice en s'adressant cette fois à tous les autres fonds, ouverts ou fermés, et en créant un marché intérieur permettant en particulier la commercialisation transfrontière des fonds gérés par des gestionnaires AIFM, mais avec toutefois une limite importante : la commercialisation transfrontière n'est possible qu'auprès des seuls investisseurs professionnels.

BJB : Cette directive a été transposée en droit français en juillet dernier. Crée-t-elle un grand chamboulement pour l'industrie française de la gestion ?

G. E. Oui et non.

Sur la forme, l'arrivée de textes nouveaux est toujours perturbante pour une industrie.

D'autant que les textes européens sont aujourd'hui beaucoup plus prescriptifs et précis que par le passé. C'est le cas de la directive AIFM. Nous devrions d'ailleurs parler plutôt de *législation AIFM*, et non pas de « directive AIFM » car cette réforme est en réalité constituée de plusieurs textes : une directive cadre, mais également des règlements d'exécution et des actes délégués à l'ESMA pour affiner l'harmonisation des législations sur des points précis – mais ô combien importants – comme la définition du champ d'application de la directive (qu'est ce qu'un fonds d'investissement alternatif ?), les détails du *reporting* à faire aux autorités nationales ou encore l'application des nouvelles contraintes portant sur la rémunération de certains personnels.

Toutes ces règles précises, à intégrer dans la législation nationale ou d'application directe s'agissant des règlements, s'imposent désormais à de nombreuses sociétés de gestion françaises.

Mais elles s'imposent aussi – et c'est une grande nouveauté – à des acteurs qui jusqu'à présent échappaient à cette régulation et sur lesquels l'AMF n'avait d'ailleurs aucune compétence propre, mais qui, compte tenu du champ d'application très large de la directive, se trouvent désormais pleinement régulés.

En cela, bien sûr, AIFM est une réforme qui bouleverse le paysage réglementaire : le Code monétaire et financier a été modifié, le règlement général de l'AMF aussi et de nombreuses instructions de l'AMF sont actuellement mises à jour. C'est aussi pourquoi, en avance même sur les échéances de transposition, plusieurs guides pédagogiques ont été publiés par l'AMF pour préparer au mieux les acteurs.

Mais sur le fond, lorsqu'on y regarde de près, AIFM pose des règles qui sont, pour une très large majorité d'entre-elles, la copie fidèle de celles qui avaient été adoptées dans le cadre de la directive UCITS de 1985 et plusieurs fois révisée depuis.

Or il faut se rappeler qu'en France, nous avons déjà appliqué à l'ensemble des acteurs de la gestion – y compris ceux qui se trouvent aujourd'hui soumis à la directive AIFM – des règles d'organisation et de fonctionnement identiques. Aussi, la plupart des gestionnaires soumis aujourd'hui à la directive AIFM la respectent déjà en grande partie.

C'est pourquoi l'AMF a pu très tôt délivrer les premiers agréments « AIFM » et placer les acteurs français en situation favorable pour profiter au plus vite des avantages procurés par cette directive.

BJB : Avant d'en arriver aux avantages, il reste que la directive pose quand même des contraintes fortes pour les gestionnaires. Quelles sont celles dont la mise en œuvre pose aujourd'hui le plus de difficultés ?

G. E. D'abord, il convient de rappeler que la directive AIFM vise essentiellement les grands gestionnaires, ceux qui gèrent plus de 100 ou 500 millions d'euros selon que les FIA en question sont ouverts ou fermés et qu'ils utilisent ou non un effet de levier. Ainsi, en France, beaucoup d'acteurs, parce qu'ils se situent en dessous de ces seuils, ne sont que très marginalement impactés. À moins qu'ils ne décident, naturellement, d'opter pour l'application de la directive afin de profiter des avantages qu'elle offre.

Pour les gestionnaires dont les actifs gérés sont au-dessus des seuils et qui sont donc pleinement soumis à la directive AIFM, cette dernière pose d'abord des règles classiques d'organisation des prestataires financiers : un agrément délivré par une autorité nationale, la présence de dirigeants compétents et honorables, l'organisation d'un contrôle interne et d'un contrôle des risques indépendants etc. Les FIA, quant à eux, doivent être dotés d'un dépositaire chargé de la conservation des actifs et du contrôle des actes de gestion et doivent fournir une information détaillée à leur autorité de tutelle ainsi qu'à leurs investisseurs.

Sur l'ensemble de ces points, il n'y a pas de nouveauté pour les sociétés de gestion françaises habituées depuis longtemps à ces règles d'organisation.

Ensuite, la directive AIFM pose un certain nombre de principes qui vont un peu plus loin que les textes français antérieurs mais qui demeurent très en ligne avec nos pratiques : les délégations de gestion doivent être bien justifiées et encadrées par exemple, ou encore les gestionnaires sont appelés à gérer la liquidité de leurs FIA ouverts aux rachats en pratiquant régulièrement des tests de simulation de crise (des « stress tests »).

Enfin, c'est vrai, il y a quelques vraies nouveautés. Celles qui demandent probablement le plus de temps de mise en œuvre sont d'une part, les contraintes portant sur la rémunération variable des personnels « preneur de risques » – les « bonus » pour parler simplement – et d'autre part, les contraintes de *reporting* qui, pour les acteurs qui gèrent de nombreux FIA, supposent parfois le développement d'architecture informatique lourdes.

BJB : Quelles sont les contraintes sur les bonus ?

G. E. La directive pose d'abord un certain nombre de principes visant à éviter que les dispositifs de rémunérations variables ne conduisent les personnes concernées à prendre des risques excessifs en vue de maximiser leurs bonus.

Ensuite, la directive impose des règles visant spécifiquement le versement des rémunérations variables des salariés en situation de preneur de risques ou appartenant aux organes de direction : une partie de la rémunération variable doit être versée sous forme de parts du ou des FIA gérés, pour assurer un parfait alignement des intérêts entre les salariés concernés et les investisseurs et le versement doit être partiellement échelonné dans le temps. Enfin, un bonus acquis peut être « rappelé » dans le temps si les performances s'avèrent non durables.

Ce sont des règles difficiles à mettre en œuvre mais la directive accepte que certaines sociétés de gestion, en raison de leur taille ou des types de gestion développés, ou encore lorsque les montants de bonus versés restent raisonnables, puissent demander à être exemptées d'une application à la lettre de ces dispositifs. Ce principe de proportionnalité laisse ainsi même des marges de manœuvre pour éviter la mise en place de dispositifs inutilement complexes.

BJB : Si l'on en vient aux avantages de cette directive, quels sont-ils et pensez-vous que les gestionnaires français sauront en profiter ?

G. E. Indéniablement, l'avantage de la directive AIFM est d'offrir un double passeport européen : un passeport « gestion » qui permet aux acteurs AIFM établis dans un État membre de l'Union européenne de créer et gérer des FIA établis dans d'autres États, et un passeport « commercialisation » qui permet la commercialisation auprès d'investisseurs professionnels dans toute l'Europe de FIA gérés par un gestionnaire AIFM.

C'est une ouverture très large du marché. Il s'agit donc d'une opportunité pour les gestionnaires qui souhaitent conquérir des nouveaux marchés, lever des capitaux auprès d'investisseurs hors de leurs frontières, mais, dans le même temps, c'est également un risque car cela va accroître la concurrence sur tous les marchés, et donc aussi sur le marché français.

Mais l'enjeu n'est pas qu'europpéen. D'abord, la mise en place d'une législation européenne des FIA permettra de créer une forme de label qui sera un gage de qualité pour tous les investisseurs mondiaux, à l'image du label UCITS qui est reconnu bien au-delà des frontières européennes. Ensuite, parce que la directive prévoit une clause de rendez-vous dès 2015 pour examiner s'il convient d'aller plus loin dans l'ouverture du marché et permettre que des FIA établis hors d'Europe ou que des FIA gérés par des gestionnaires établis hors d'Europe puissent être librement commercialisés dans l'Union sous réserve naturellement que ces gestionnaires respectent une régulation semblable à celle mise en place par AIFM.

Il y a ici un enjeu majeur dont il faudra bien mesurer les opportunités et les risques.

BJB : Les FIA français vous semblent-ils suffisamment armés pour tirer leur épingle du jeu ?

G. E. Ils ont beaucoup d'atouts. Leurs gestionnaires sont reconnus pour leur dynamisme, leur expertise et leur maîtrise des innovations. Les déposataires sont solides et contribuent aussi à l'image de professionnalisme de la gestion en France.

Mais nous savons bien que la concurrence est forte et que les fonds français peinent encore à être pleinement reconnus, spécialement en dehors des frontières européennes. Il y a beaucoup d'efforts à faire en ce sens et la régulation doit aussi y contribuer.

C'est une des raisons qui nous a conduits, par exemple, à profiter de la transposition de la directive AIFM pour moderniser et simplifier la gamme des fonds français

En France, la gamme de fonds était trop protéiforme, avec des fonds Aria et Aria EL, des fonds de fonds, des contractuels, des FCPR, des OPCV... et avec, pour chaque catégorie, des minima de souscription différents pour les investisseurs non professionnels. Par ailleurs, leurs appellations étaient parfois difficiles à traduire en anglais, ce qui pouvait être un frein à leur exportation. Désormais, on distingue d'une part, les fonds UCITS, qui sont appelés OPCVM et d'autre part, les fonds d'investissement, qui correspondent aux FIA, lesquels seront composés des FIA grand public et des FIA professionnels. Les appellations des fonds ont toutes été modifiées pour pouvoir être facilement traduites. Certains types de fonds disparaissent, et d'autres sont créés : ainsi on a rendu possible une forme SICAV pour le capital-investissement, en complément de la forme FCP, ce qui permet d'avoir un organe de gouvernance fonctionnant selon les principales règles du droit des sociétés.

À l'instar de ce qui se pratique en Irlande et au Luxembourg, on harmonise aussi les seuils de souscription en deux niveaux : un euro pour les produits distribués auprès du grand public et 100 000 euros pour les fonds destinés aux professionnels.

BJB : Vous semblez au final plutôt optimiste sur l'effet de la directive AIFM pour l'industrie française de la gestion...

G. E. Il est naturellement trop tôt pour évaluer l'impact de ces réformes mais nous savons que le secteur de la gestion évolue rapidement et que la concurrence est désormais mondiale surtout sur le segment des investisseurs professionnels.

La directive AIFM doit, dans cette compétition, être regardée comme un véritable atout.

Propos recueillis par Marija DIMITRIJEVIC

AIFMD : entre obligations réglementaires et nouvelles opportunités *business* 110y3

Bertrand GIBEAU

Directeur général délégué, Reinhold & Partners

La directive *Alternative investment fund managers* modifie considérablement la réglementation de l'industrie européenne des fonds d'investissements alternatifs. Elle impose un corpus de règles commun à l'ensemble des gérants qui étaient préalablement peu ou pas régulés. En France, elle a un impact considérable puisque l'AMF considère que la moitié des véhicules d'investissement et les deux tiers des sociétés de gestion sont impactés. Cette directive est donc, à l'instar de l'ensemble des nouvelles réglementations actuellement mises en œuvre, vue comme un nouveau carcan de contraintes. Pourtant, elle est aussi porteuse de nouvelles opportunités de *business* pour ceux qui sauront les exploiter.

La directive *AIFM* est entrée en vigueur en Europe le 22 juillet 2013. Elle est la première à encadrer le vaste¹ secteur des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs². Elle s'applique à l'ensemble des fonds réglementés et non réglementés qui n'ont pas l'obligation d'être agréés en tant qu'UCITS. Le champ d'application ne tient compte ni de la structure légale du fonds ni de sa stratégie d'investissement. Ainsi, tous les fonds sont potentiellement soumis à cette directive : les *hedge funds*, les fonds de capital-investissement, les fonds immobiliers... Nous nous intéresserons ici aux premiers même si l'appellation « *hedge funds* » est réductrice puisqu'en réalité tout fonds non UCITS est concerné, même s'il ne met pas en œuvre une stratégie « alternative »³.

Cette directive est structurante tout d'abord car elle conduit à définir une structure cible des AIFM en termes de moyens humains, techniques, organisationnels et capitalistiques.

Structurante ensuite car elle va aider régulateurs et investisseurs à obtenir de nombreuses informations. Ces informations permettant aux premiers de quantifier et gérer le risque systémique et aux seconds de faire leurs *due diligences* sur la base d'une information plus standardisée (bien que moins intelligible), et d'offrir plus de transparence aux *process* et gouvernance mis en œuvre.

Structurante enfin car elle vise explicitement à créer un marché européen des FIA pour les AIFM de l'UE mais également pour les AIFM domiciliés hors UE⁴.

Cet objectif est un formidable levier de développement pour les AIFM. Il est actuellement moins évoqué que les coûts liés à la directive alors qu'il en est pourtant le fondement. Un bref rappel s'impose.

« Le commencement est la moitié du tout ». Il est en effet inexact de dater le projet *AIFM* d'après 2007 et pour en comprendre l'architecture, il faut justement revenir à sa genèse.

En juillet 2005, la Commission européenne a lancé un débat public sur les moyens de rendre plus efficient le marché européen des fonds d'investissement jugé trop fragmenté, avec des règles de distribution hétérogènes, et trop onéreux pour les investisseurs⁵. Si les débats s'articulaient principalement autour de l'amélioration de UCITS et ont conduit à UCITS IV, la Commission a noté, pour des raisons liées aux exigences de long terme (pensions, retraites, fondations, etc.), la forte croissance du marché de « l'alternatif ». Elle a constitué un groupe d'experts⁶ chargé d'analyser le marché de la gestion alternative et de définir s'il existe des obstacles, réglementaires ou autres, qui freinent l'organisation efficace de ce marché en Europe⁷. Ces travaux ont donné lieu à la publication

réglementaire et en matière de surveillance harmonisée et strict pour les activités dans l'Union de tous les gestionnaires (...).

1 Plus de 2 200 Mds €, en prenant en compte les *hedge funds*, le non coté, l'immobilier, les fonds de matières premières, d'infrastructure et d'autres véhicules difficilement classables (*shipping, life settlement, timbres...*).

2 Par la suite le gérant sera également nommé « l'AIFM » et le fonds « le FIA ».

3 À titre d'exemple en France, un « ancien » fonds à vocation générale non coordonné français, 100 % actions « long only » qui respectait *de facto* des contraintes UCITS mais qui n'avait pas demandé la coordination (i.e. le « tampon UCITS ») devient un FIA.

4 Voir notamment le considérant 4) de la directive : « La présente directive vise à créer un marché intérieur pour les gestionnaires et un cadre

5 Commissaire Charlie McCreevy, 31 janv. 2006 : « The Green Paper launched a very productive debate on future priorities for investment funds. Now is the time for action. The expert group on market efficiency will help to pave the way for sensible, cost-effective responses to some of the main obstacles to an efficient and competitive single market for investment funds, while the group on alternative investments will give us the chance to hear from this fast-growing business on their ambitions in the European context (...). »

6 Deux sous-groupes en fait. La France comptait quatre représentants dans ces groupes de travail : M^{me} Monique Cohen dans le groupe *Private equity* et M^{me} Odette Cesari, M. Alain Dubois et M. Alain Reinhold dans le groupe *Hedge funds*.

7 Comm. UE, 31 janv. 2006 : « The Expert Group on Alternative Investment Funds will analyse the current organisation of the alternative investments business. It will examine whether operators in these asset classes are confronted with significant difficulties in organising their activities in the European marketplace, and explore whether these issues warrant attention from EU policy-makers. »

de deux rapports qui ont jeté une partie des bases de la future directive⁸.

De façon très synthétique, le groupe d'experts appelait de ses vœux un marché intérieur pour les gestionnaires. Il pointe du doigt l'obligation de présence locale des différents acteurs (gestionnaire, dépositaire, etc.) dans chaque État membre qui empêche les économies d'échelle et la création de centres d'excellence. Il met également en exergue les restrictions de commercialisation qui génèrent incertitudes juridiques et coûts de *compliance*. Il souhaite également la création d'un marché européen des services *providers* avec des contraintes sur la solidité financière des *custodian*. Il s'intéresse aussi aux questions de valorisation. Il appelle de ses vœux une grande transparence sur l'indépendance de la valorisation afin de permettre aux investisseurs de prendre en compte le niveau d'indépendance et la méthodologie dans leurs *due diligences*. Une grande partie du squelette de la directive AIFM est donc déjà contenue dans ce rapport. La crise financière qui apparaît à l'été 2007 conduira à l'ajout dans le projet d'initiatives réglementaires visant à répondre aux préoccupations légitimes soulevées par le rapport *Rasmussen* en ce qui concerne le risque systémique, la transparence, la protection des investisseurs, l'intégrité des marchés et le contrôle des risques⁹.

Cette directive est donc née dans une période de développement de la gestion alternative et a grandi dans une crise. C'est cette genèse qui explique l'architecture actuelle de la directive qui prévoit à la fois des normes que certains estiment coûteuses et contraignantes avec, en contrepartie, la facilitation d'un marché intérieur offrant de nouvelles opportunités de développement aux AIFM.

I. Les nouvelles exigences

La directive vise en premier lieu à renforcer et à harmoniser les exigences applicables aux gestionnaires de FIA. Cela concerne l'obligation pour les gestionnaires d'obtenir un agrément, la mise en place de règles strictes en matière d'organisation et de conduite des activités, la réglementation du cadre de rémunération, la relation avec les prestataires de services, les reportings et la commercialisation des FIA.

Chaque gestionnaire de FIA soumis à la directive a la responsabilité d'évaluer l'impact de la directive sur ses activités et son modèle de fonctionnement. Cet impact pourra varier considérablement selon les

circonstances : par exemple, les conséquences seront bien moindres pour une société de gestion qui répond déjà aux exigences de la directive UCITS que pour une société de gestion non réglementée. En France, où les gérants alternatifs (anciennes « sociétés de gestion de type II ») étaient déjà soumis à des exigences très proches de UCITS, la marche à franchir, qui existe, est sans doute moins haute que dans des juridictions où les gérants alternatifs étaient très peu régulés. Présentons certaines des nouvelles exigences qui impactent le plus les *hedge funds* en terme d'organisation.

A. Les capitaux propres et les nouvelles exigences en termes de responsabilité professionnelle

La directive impose aux AIFM de disposer, en plus des « traditionnels » 125 000 €¹⁰, de fonds propres supplémentaires d'un montant suffisant ou d'une assurance de responsabilité civile professionnelle adaptée pour couvrir les risques éventuels d'engagement de leur responsabilité pour négligence professionnelle.

Les risques en matière de responsabilité professionnelle visent notamment les déclarations inexactes ou trompeuses faites au FIA ou à ses investisseurs, les manquements du *senior management* à prévenir les actes malhonnêtes, frauduleux ou malveillants (...) mais surtout et c'est peut-être le point qui sera le plus important, la mauvaise exécution de la valorisation des actifs ou du calcul des prix des parts ou actions du FIA.

B. La politique et la fonction de contrôle des risques

La directive met un accent particulier sur le contrôle des risques et détaille ce que devra être la fonction « permanente » de gestion des risques, son organisation – notamment aux plans hiérarchique et fonctionnel avec l'indépendance vis-à-vis de la gestion – de même que la politique de gestion des risques et les mesures de protection contre les conflits d'intérêts afférents. Ce corpus de règles très précis aura un impact sans doute significatif sur l'organigramme de la société de gestion, avec le repositionnement hiérarchique de cette fonction et sur la formalisation et le *reporting* nécessaires afin d'être « compliant » à ces nouvelles normes.

Les textes du niveau 2 permettent de bien comprendre que la gestion d'actifs est autant un savoir-faire en

⁸ Le rapport du groupe *Hedge funds* « Report of the Alternative Investment Expert Group : Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe » est disponible à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf

⁹ Voir en particulier le communiqué de presse de la Commission européenne du 18 décembre 2008 : http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-2028_en.htm?locale=fr

¹⁰ En réalité, le seuil de 125 000 € est relevé à 300 000 € pour les FIA autogérés et, comme pour les fonds UCITS, ne peut être inférieur au quart des frais généraux. Les fonds propres supplémentaires sont considérés comme d'un montant suffisant s'ils représentent au moins 0,01 % de la valeur des portefeuilles des FIA gérés.

matière d'investissements qu'une compétence en gestion des risques et que le régulateur met ces deux fonctions au même niveau, ces textes permettant d'en cerner le cadre réglementaire.

C. La liquidité

La liquidité est un des points d'attention de la directive, ce qui reflète l'accroissement du risque de liquidité perçu pendant la crise à l'occasion de rachats massifs sur certaines stratégies. Les gérants doivent donc mettre en œuvre une gestion du risque de liquidité pour chaque FIA géré afin de respecter les obligations envers les investisseurs. Il s'agit là de s'assurer de la cohérence de la gestion des actifs avec les caractéristiques et exigences du passif. Le profil de liquidité des fonds doit être adapté à la stratégie mise en œuvre et le gérant doit s'assurer d'éviter tout *missmatch* de liquidité actif/passif des fonds. Pour ce faire, il doit d'une part, gérer la liquidité de l'actif, mais il peut d'autre part, utiliser l'ensemble des instruments disponibles pour gérer le passif du fonds. Ces outils de mitigation de la liquidité du passif (notamment les *gates*) doivent être clairement détaillés dans les documents d'information à destination des investisseurs.

D. Les obligations de transparence à l'égard des régulateurs

Deux types de *reporting* sont à fournir au régulateur qui se rapprochent de ce qui existe aux USA suite au Dodd Frank Act (Form PF, CPO/PQR...). Le premier concerne chaque FIA quel que soit son État membre de domiciliation. Il détaille la composition des actifs du FIA, le niveau du levier mis en œuvre, le pourcentage d'actifs qui font l'objet d'un traitement spécial du fait de leur nature peu liquide, toute nouvelle disposition prise pour gérer la liquidité du FIA, le profil de risque du FIA et les systèmes de gestion des risques utilisés par le gestionnaire pour gérer les risques de marché, de liquidité, de contrepartie et le risque opérationnel. Ce *reporting* est annuel, semestriel ou mensuel en fonction des encours du FIA. Le *reporting* de l'effet de levier est assez spécifique puisqu'il vise à permettre aux régulateurs d'évaluer le risque systémique dans le système financier. C'est un des seuls points de la directive où le régulateur peut avoir une influence directe sur la gestion puisqu'il peut imposer une limitation de l'utilisation du levier quand il estime que les conditions de marché l'exigent.

Le second concerne la société de gestion (l'AIFM) et consiste en une quarantaine de questions, qui semblent assez largement inspirées des questionnaires classiques de *due diligences* dans l'univers des *hedge funds* (mais qui sont sans doute moins adaptées au *private equity* et à l'immobilier) et qui traitent de

nombreux points. Sans être exhaustif, on peut citer un *reporting* sur les principaux instruments, marchés d'intervention, positions prises, sur la *net asset value* (NAV) des FIA...

La directive permet donc aux régulateurs de disposer d'un arsenal complet d'informations afin d'atteindre l'un de ses objectifs : identifier, comprendre, suivre et gérer les sources de risque systémique. En revanche, le *reporting* est un sujet majeur d'inquiétude pour les gérants¹¹ du fait du nombre d'informations qu'il impose de collecter dans des formats non standards (positions *front office* vs comptable, nomenclature des type de sous-jacents), pour tous les véhicules et avec des ajouts par rapport à la Directive (inclusion de la VaR dans les reporting alors que la Directive ne reconnaît que le calcul du levier en *gross method* et *commitment method*). En France, l'AMF a donc décidé de ne le demander qu'à partir de fin septembre 2014 pour les AIFM.

E. Les obligations de transparence à l'égard des investisseurs

La directive impose une information pré investissement complète pour les investisseurs. De notre expérience récente, on s'achemine vers une uniformisation des prospectus des FIA avec les prospectus UCITS. Si elle se confirme, cela permettra aux investisseurs de gagner en efficacité à l'occasion de leurs *due diligences* en disposant d'une information uniformisée dans un canevas plus ou moins standard.

Ces informations aux investisseurs couvrent notamment : une description de la stratégie et des objectifs d'investissement du FIA, des actifs dans lesquels le FIA peut investir, des restrictions à l'investissement, du levier maximum et des frais et charges supportés par les investisseurs. Les éventuels accords de limitation de responsabilité du dépositaire ainsi que les contrats de réutilisation (« *re-use* ») et de collatéral avec les *prime brokers* sont aussi nécessairement divulgués aux investisseurs. Il convient de noter que ces obligations s'appliquent également aux gérants non européens qui souhaiteront commercialiser leurs FIA en Europe.

II. les nouvelles opportunités

Au-delà de ces nouvelles exigences, la directive permet d'élargir la palette de services offerts par les gestionnaires et offre de nouvelles possibilités grâce aux passeports européens.

11 À l'occasion de la conférence ALFI du 19 novembre 2013, la question « What is your biggest worry about AIFMD ? » a été posée aux gérants présents avec les résultats suivants : reporting : 41 % ; substance – letter box – delegation : 20 % ; remuneration : 13 % ; distribution 12 % ; none of the above 10 % ; reverse solicitation 3 %.

A. La commercialisation et la gestion transfrontalière des fonds alternatifs en Europe

La directive prévoit enfin la création de deux passeports permettant aux AIFM de gérer (« passeport gestion ») et de commercialiser (« passeport commercialisation ») leurs FIA dans tous les États membres.

À l'instar du passeport UCITS, la directive permettra aux AIFM européens de commercialiser leurs fonds dans toute l'Union européenne. Un gestionnaire domicilié dans un État membre aura ainsi la possibilité de commercialiser ses fonds auprès d'investisseurs professionnels sur le marché d'un autre État membre. Les régulateurs s'échangent directement différentes informations (identité des FIA qui vont être commercialisés de façon transfrontalière, Prospectus et statuts, identité des dépositaires des FIA, documents pré commerciaux...) et le régulateur de l'AIFM dispose de 20 jours pour le notifier de son passeport « commercialisation ». Dès réception de la notification, l'AIFM peut commencer le marketing de son ou de ses FIA dans les États membres choisis. Le passeport « commercialisation » va donc devenir la seule règle pour la commercialisation en Europe de FIA européens gérés par des AIFM européens.

Il est important de noter que le passeport commercialisation devrait également être disponible dès 2015 (sous réserves) pour les FIA domiciliés en dehors de l'Europe et gérés par des AIFM européens, mais aussi pour des FIA domiciliés en dehors de l'Europe et gérés par des AIFM également non européens. Sans entrer dans les détails des « États membres de référence », cela signifie une plus grande concurrence entre des gérants européens et des gérants non européens qui auront donc les mêmes facilités de distribution de leurs fonds en Europe, modulo le respect des contraintes AIFM. Pour ces FIA non européens les régimes de placement privé nationaux subsisteront jusqu'en 2018. Entre 2015 et 2018 s'ouvrira donc normalement une période où coexisteront deux façons de vendre de tels FIA en Europe : les régimes nationaux de placement privé et le passeport européen pour la commercialisation. Il est très important de noter que la directive définit le marketing comme l'offre directe ou indirecte de FIA. La sollicitation inversée ne semble donc pas être dans son champ, même si ce sujet fait débat à la date de rédaction de cet article.

Le « passeport gestion », lui, permettra aux gestionnaires établis dans un État membre de prêter des services de gestion pour des fonds domiciliés à l'étranger. En outre, il pourrait trouver des applications au niveau de la restructuration des activités des sociétés de gestion et de l'optimisation de leurs coûts. Il pourra également permettre aux gestionnaires de gagner de

nouveaux marchés grâce à une offre de produits transfrontalière adaptée aux besoins des clients.

Les gérants se doivent de profiter de ces opportunités qui réduisent les coûts de gestion d'un FIA domicilié dans un autre État membre que l'AIFM grâce au passeport *Libre prestation de services* (plus besoin de substance locale comme c'était le cas pour les véhicules autogérés). Le passeport gestion est une avancée considérable pour les AIFM qui peuvent ainsi, avec des frais réduits, créer des véhicules dans des juridictions internationales de domiciliation. S'il est trop tôt pour considérer qu'AIFM va devenir un label comme l'est actuellement UCITS, nul doute que des places comme Luxembourg ou l'Irlande vont tout faire pour devenir des *hub* de commercialisation mondiaux pour les FIA et donc contribuer au succès de ce nouveau label¹².

B. La France en première ligne ?

La directive n'est qu'une des nombreuses pierres du « mur réglementaire » auquel l'industrie financière dans son ensemble doit faire face. EMIR, FATCA, UCITS V, UCITS VI, MIFID / MIFIR II, Dodd-Frank-Act, MAD/R II, FTT... Autant d'acronymes poussent à un certain « ras-le-bol » réglementaire et à ne considérer que le mauvais côté de la réglementation. La directive est actuellement vue comme une succession de contraintes qui vont augmenter significativement les coûts de *compliance* des gérants de FIA. C'est particulièrement vrai au Royaume-Uni où les gérants sont très rétifs à cette nouvelle réglementation, principalement en raison des contraintes sur les rémunérations – qui doivent figurer dans les rapports annuels – et de l'important chantier du *reporting*. Les gérants UK pensaient attendre le dernier moment avant de demander l'agrément AIFM afin d'échapper à ces contraintes le plus longtemps possible. À tel point que le FCA a imposé une date limite de soumission des dossiers : le 22 janvier 2014¹³. La Banque d'Irlande a fait de même pour la transformation des QIF autogérés en AIFM, avec une date limite fixée au 21 février 2014¹⁴.

Cependant, de nombreux gérants avouent également que les points contraignants de la directive – à l'exception des rémunérations et du *reporting* – font parties des best practices en matière d'organisation classique

12 Conférence ALFI du 19 nov. 2013 : « Will AIFMD become a brand ? » Yes, but it will take a long time : 53, 7 % ; Yes, quickly : 35, 1 % ; Probably never : 6, 3 % ; Are you serious : 4, 9 %.

13 Avec cependant une certaine souplesse qui vise à permettre aux gérants d'indiquer dans leur demande à quelle date ils souhaitent que l'agrément devienne valide, ce qui permet de différer les contraintes de *reporting* et de rémunération.

14 http://www.centralbank.ie/regulation/marketsupdate/Documents/Note%20for%20Markets%20Update%20Oct%202013_FINAL.pdf

de *hedge funds*. Le contrôle des risques, la gestion de la liquidité, la valorisation indépendante ainsi que la gestion des conflits d'intérêts sont des points présents dans toutes les *due diligences* des investisseurs institutionnels. La directive vient pour une large part, et comme proposé par le groupe d'expert de 2006, transformer en droit ce qui n'était alors que de simples bonnes pratiques professionnelles. Elle offre ainsi une meilleure sécurité pour les investisseurs et a permis de créer en Europe ce qu'on appelle un *level playing field*, une zone où tout le monde est à égalité. Les gérants de *hedge funds* (contrairement sans doute au *private equity* et à l'immobilier) ont des adaptations moins importantes que prévu pour être *AIFMD compliant* – toujours, à l'exception des rémunérations et du *reporting*. La question de l'évaluation en est un très bon exemple puisque les *best practices* de l'*Alternative investment management association* (AIMA)¹⁵ – dont la version de 2007 a été amendée en 2013 – étaient déjà très précises sur les thèmes de la gouvernance, la transparence, des procédures et process, des sources, modèles et méthodologies de l'évaluation. Elles avaient contribué à ce que les investisseurs exigent déjà une forte indépendance de l'évaluation.

On note cependant à l'échelle européenne un ralentissement des lancements de FIA et une réflexion de certains gérants sur la transformation de FIA en UCITS afin surtout de gagner du temps sur la question des rémunérations. On note aussi l'allongement des délais d'agrément du fait de la nouveauté du format FIA pour les régulateurs et des questions qui ne manquent pas de se poser quand on souhaite faire travailler un dépositaire avec un *prime broker*. On note enfin une certaine méconnaissance de la directive par les investisseurs institutionnels – eux-mêmes occupés par leurs nouvelles réglementations – qui ne semblent pas encore avoir tous perçu l'intérêt des exigences de *reporting* et de transparence qui pourtant devraient faciliter l'exercice des *due diligences* opérationnelles préalables à tout investissement.

¹⁵ *Guide to sound practices for hedge fund valuation*.

Au final, le sentiment vis-à-vis de cette directive au niveau européen est particulièrement bien résumé par un article de Cordium titré « AIFMD Applications : Keep Calm, Hurry Up and Wait »¹⁶.

La France fait – comme souvent – figure d'exception, mais en surprenant de nombreux observateurs¹⁷. En effet, dès le début du mois d'août, plus d'une douzaine de sociétés de gestion ont été agréées AIFM par l'AMF. À l'automne, c'est plus d'une vingtaine de sociétés. Il y a un réel intérêt des sociétés de gestion innovantes françaises pour cette directive, même si toutes n'ont pas encore demandé l'agrément. L'AMF a été très réactive et a fait preuve de beaucoup de pédagogie pour expliquer les implications de la directive. Nous avons pu apprécier les discussions constructives à l'occasion des agréments aussi bien que la rapidité d'obtention des passeports « gestion ». La France est actuellement leader en Europe pour le nombre de sociétés de gestion AIFM. Nombreuses sont celles qui ont demandé cet agrément pour accéder à un marché européen de la gestion alternative où les investisseurs sont plus nombreux et les tickets plus importants qu'en France. Xavier Parain, directeur adjoint de la direction de la gestion d'actifs de l'AMF, déclarait à l'occasion d'une conférence à Paris que de nombreux gérants en-dessous des seuils optaient pour la conformité complète à la directive afin de profiter des opportunités offertes par les passeports.

La France étonne donc l'Europe sur AIFM. Elle voit sans cesse se créer des start-up innovantes. Cette innovation est favorisée par une régulation qui sait s'adapter à ce modèle. Mais la France souffre de difficultés de *seeding* et de levée de capitaux. En ce sens, les ouvertures transfrontalières sont de véritables opportunités pour les gérants établis en France. La France en matière de gestion, a un savoir-faire reconnu internationalement, elle n'a plus qu'à le faire savoir. C'est sans doute l'autre grand défi d'AIFM pour la France.

¹⁶ <http://www.cordium.com/briefing/aifmd-applications-keep-calm-hurry-up-and-wait/>

¹⁷ Principalement anglo-saxons : <http://cooconnect.com/news/attendez-vous-%C3%A0-une-dir-%C3%B4le-de-surprise-french-regulator-loves-hedge-funds#> ! Ou encore « AIFMD approvals : France 13 – Luxembourg 0 – Ignites Europe – 2 sept. 2013 ».

De la directive *OPCVM I* à la transposition de la directive *AIFM* : exégèse de l'évolution de l'activité de dépositaire en Europe ^{110y7}

Karima LACHGAR

Délégué général de l'Association française des professionnels des titres (AFTI)

Devant obtenir le nouvel agrément AIFM avant le 22 juillet 2014, la plupart des gestionnaires de fonds alternatifs ont lancé leur mise en conformité avec cette nouvelle régulation. Dans ce chantier important, un des points incontournables est la désignation pour chaque FIA d'un dépositaire unique respectant les nouvelles exigences définies

Avec pas moins de 17 paragraphes dans l'article 21 de la directive et pas moins de 20 articles pour le règlement délégué portant mesures d'exécution, le dépositaire joue désormais incontestablement un rôle central dans le secteur de la gestion d'actifs. Pourtant, il aura fallu plus de deux décennies pour obtenir une homogénéisation et une clarification des pratiques et des législations nationales encadrant le métier de dépositaire (I). Cet exercice d'harmonisation s'est d'ailleurs traduit par la consécration de l'approche française qui fait du dépositaire un acteur de premier plan dans la sécurité des actifs et la protection des porteurs (II).

I. L'harmonisation et la clarification de la fonction de dépositaire au niveau européen : une lente maturation

A. Un acteur essentiel de la gestion collective pourtant longtemps encadré de manière lacunaire

Le dépositaire est reconnu pour la première fois par la directive *OPCVM I*¹ mais à minima car ses missions sont définies de manière très générale.

Le texte de la directive² indique seulement que le dépositaire d'un *OPCVM* est en charge d'assurer la garde des actifs sans aucune précision quant au contenu de cette mission. En outre, il se voit confier une mission de contrôle sur certaines tâches de la société de gestion, obligation limitée cependant à s'assurer que ces tâches³ sont effectuées conformément au règlement du fonds et à la loi nationale applicable⁴. Or, dans plusieurs États membres, le droit local est lapidaire

en la matière ce qui offre une grande souplesse. De même, les articles 9 et 16 précisent que le dépositaire est responsable de tout préjudice résultant d'un manquement ou d'une mauvaise exécution de ses obligations. La législation demeure cependant silencieuse quant à la qualification de ce régime de responsabilité et aux possibilités d'exonération. Enfin, le statut (critères d'éligibilité) et la supervision du dépositaire sont laissés à la discrétion des États membres. La directive exige seulement du dépositaire « des garanties financières et professionnelles suffisantes pour être en mesure d'exercer de façon effective les activités qui lui incombent » et « qu'il soit soumis à un contrôle public ».

Ce cadre législatif européen lacunaire s'explique par trois raisons :

La première est liée à la manière dont la législation communautaire se construit. En 1985, l'intégration des marchés financiers et la régulation en sont à leurs prémices. La plupart des initiatives adoptées en la matière sont des directives – objet d'une transposition en droit national et donc de marges d'interprétation – reposant sur des grands principes généraux sans mesures d'exécution précises.

La deuxième raison est que la distribution transfrontière des *OPCVM* connaît un essor tardif. En 2004, seulement 17 % de ces fonds sont commercialisés dans plusieurs pays. Dès lors, un régulateur soucieux de la protection des épargnants tel que l'AMF n'a pas réellement à craindre la distribution sur le territoire national et auprès d'investisseurs grand public d'*OPCVM* de droit étranger dont le dépositaire serait moins disant que son homologue français.

La troisième raison tient au fait qu'aucun incident majeur qui aurait mis en exergue le besoin de renforcer le rôle du dépositaire n'est intervenu sur la période des années 80 et 90. C'est pourquoi, après le projet de directive *OPCVM II* jamais adopté, la directive *OPCVM III* ne prévoit pas de mesures additionnelles pour renforcer le régime dépositaire. Elle renvoie simplement à la publication d'un rapport de la

1. Dir. n° 85/611/CEE, 20 déc. 1985 : JOUE n° L 375, 31 déc. 1985.

2. Aux paragraphes 1 et 2 des articles 7 et 14.

3. Elles sont relatives aux souscriptions/rachats, à la valorisation des parts, à la conformité des investissements, au dénouement des transactions ainsi qu'à la valorisation des actifs du fonds.

4. Aux paragraphes 3 des articles 7 et 14.

De la directive *OPCVM I* à la transposition de la directive *AIFM* : exégèse de l'évolution de l'activité de dépositaire en Europe 110y7

Karima LACHGAR

Délégué général de l'Association française des professionnels des titres (AFTI)

Devant obtenir le nouvel agrément AIFM avant le 22 juillet 2014, la plupart des gestionnaires de fonds alternatifs ont lancé leur mise en conformité avec cette nouvelle réglementation. Dans ce chantier important, un des points incontournables est la désignation pour chaque FIA d'un dépositaire unique respectant les nouvelles exigences définies

Avec pas moins de 17 paragraphes dans l'article 21 de la directive et pas moins de 20 articles pour le règlement délégué portant mesures d'exécution, le dépositaire joue désormais incontestablement un rôle central dans le secteur de la gestion d'actifs. Pourtant, il aura fallu plus de deux décennies pour obtenir une homogénéisation et une clarification des pratiques et des législations nationales encadrant le métier de dépositaire (I). Cet exercice d'harmonisation s'est d'ailleurs traduit par la consécration de l'approche française qui fait du dépositaire un acteur de premier plan dans la sécurité des actifs et la protection des porteurs (II).

I. L'harmonisation et la clarification de la fonction de dépositaire au niveau européen : une lente maturation

A. Un acteur essentiel de la gestion collective pourtant longtemps encadré de manière lacunaire

Le dépositaire est reconnu pour la première fois par la directive *OPCVM I*¹ mais à minima car ses missions sont définies de manière très générale.

Le texte de la directive² indique seulement que le dépositaire d'un *OPCVM* est en charge d'assurer la garde des actifs sans aucune précision quant au contenu de cette mission. En outre, il se voit confier une mission de contrôle sur certaines tâches de la société de gestion, obligation limitée cependant à s'assurer que ces tâches³ sont effectuées conformément au règlement du fonds et à la loi nationale applicable⁴. Or, dans plusieurs États membres, le droit local est lapidaire

en la matière ce qui offre une grande souplesse. De même, les articles 9 et 16 précisent que le dépositaire est responsable de tout préjudice résultant d'un manquement ou d'une mauvaise exécution de ses obligations. La législation demeure cependant silencieuse quant à la qualification de ce régime de responsabilité et aux possibilités d'exonération. Enfin, le statut (critères d'éligibilité) et la supervision du dépositaire sont laissés à la discrétion des États membres. La directive exige seulement du dépositaire « des garanties financières et professionnelles suffisantes pour être en mesure d'exercer de façon effective les activités qui lui incombent » et « qu'il soit soumis à un contrôle public ».

Ce cadre législatif européen lacunaire s'explique par trois raisons :

La première est liée à la manière dont la législation communautaire se construit. En 1985, l'intégration des marchés financiers et la régulation en sont à leurs prémices. La plupart des initiatives adoptées en la matière sont des directives – objet d'une transposition en droit national et donc de marges d'interprétation – reposant sur des grands principes généraux sans mesures d'exécution précises.

La deuxième raison est que la distribution transfrontière des *OPCVM* connaît un essor tardif. En 2004, seulement 17 % de ces fonds sont commercialisés dans plusieurs pays. Dès lors, un régulateur soucieux de la protection des épargnants tel que l'AMF n'a pas réellement à craindre la distribution sur le territoire national et auprès d'investisseurs grand public d'*OPCVM* de droit étranger dont le dépositaire serait moins disant que son homologue français.

La troisième raison tient au fait qu'aucun incident majeur qui aurait mis en exergue le besoin de renforcer le rôle du dépositaire n'est intervenu sur la période des années 80 et 90. C'est pourquoi, après le projet de directive *OPCVM II* jamais adopté, la directive *OPCVM III* ne prévoit pas de mesures additionnelles pour renforcer le régime dépositaire. Elle renvoie simplement à la publication d'un rapport de la

1 Dir. n° 85/611/CEE, 20 déc. 1985 : JOUE n° L 375, 31 déc. 1985.

2 Aux paragraphes 1 et 2 des articles 7 et 14.

3 Elles sont relatives aux souscriptions/rachats, à la valorisation des parts, à la conformité des investissements, au dénouement des transactions ainsi qu'à la valorisation des actifs du fonds.

4 Aux paragraphes 3 des articles 7 et 14.

Commission européenne visant à évaluer l'ensemble des dispositions relatives aux OPCVM « y compris les règles et les pratiques en matière de délégation et le rapport entre gestionnaires de fonds et dépositaires »⁵. Une étude réalisée en 2004 amène les pouvoirs publics à se pencher sur le cadre européen du dépositaire⁶ car elle relève plusieurs divergences dans la mise en œuvre. Pourtant, aucune mesure n'est adoptée pour les corriger. Enfin, la directive *OPCVM IV*⁷ ne traite toujours pas la question de l'harmonisation de la fonction dépositaire qui n'est pas considérée comme prioritaire au moment de l'élaboration du texte. Il résulte donc de cette situation une coexistence en Europe de modèles dépositaire très différents.

B. Des pratiques nationales hétérogènes en matière de statut, de missions et de responsabilité du dépositaire

On peut synthétiser les différences d'approche sous la forme de deux principaux modèles coexistant jusqu'à l'adoption de la directive *AIFM*⁸ :

- le modèle « dépositaire trustee » dont le rôle premier – surveiller – revient à une obligation de moyens ;
- le modèle « dépositaire conservateur » dont le rôle premier – conserver et restituer les actifs – est une obligation de résultat.

Ces deux grands modèles, assortis de spécificités locales propres à chaque État membre sont la résultante de pratiques de marché, de modèles économiques et de traditions juridiques en interaction forte avec le droit des titres et le droit des sociétés applicables dans les systèmes juridiques de *common law*, d'une part, et le système de droit continental, d'autre part⁹.

Le modèle dépositaire *trustee* est dominant dans les systèmes juridiques où le trust est répandu, comme au Royaume-Uni et en Irlande mais également au Luxembourg, aux Pays-Bas et dans les pays nordiques. Dans la doctrine anglo-saxonne, le trust se caractérise par « une obligation équitable, liant une personne, appelée le *trustee*, en vue de gérer des biens sur lesquels elle exerce un contrôle, appelés les biens du trust, pour le bénéfice de personnes appelées bénéficiaires... »¹⁰. Le *trustee* a donc une obligation générale de *duty of care* qui le conduit en tant que titulaire légal de la propriété du trust à prendre des mesures touchant aussi bien à la vie « sociale » du trust (création, désignation ou changement d'acteurs, fusions, liquidation,

etc.) que la distribution des bénéfices, la réalisation des investissements, la tenue des comptes ou encore le paiement des taxes¹¹. Au moment d'introduire le dépositaire de la directive *OPCVM I*, il est apparu dans ces pays que le *trustee* avait un dénominateur commun : l'obligation de conduire les diligences nécessaires à la sauvegarde de la propriété du bien ou de la structure et ce dans l'intérêt exclusif des personnes identifiées comme bénéficiaires.

Cependant les dispositions encadrant le rôle du *trustee* prévoient traditionnellement des limitations légales ou contractuelles de responsabilité car la notion de *due care* correspond en droit anglo-saxon à une obligation de prudence et de diligence¹². Le régime dépositaire mis en place a maintenu ces limitations de responsabilité. Le dépositaire devant assumer principalement un rôle de contrôleur des sous-conservateurs, il lui est possible dans plusieurs cas de s'exonérer de l'obligation de restituer les actifs perdus pour autant qu'il puisse prouver qu'il a fait preuve dans ses contrôles d'une diligence raisonnable (obligation de moyens)¹³. En revanche, principalement en France et dans les pays latins, l'émergence de la fonction de dépositaire repose sur un existant juridique caractérisé, d'une part, par un droit civil qualifiant le droit de propriété comme une prérogative majeure devant être préservée¹⁴ et, d'autre part, par un système juridique de détention directe des titres reconnaissant à l'intermédiaire bancaire et financier détenant des avoirs pour le compte de tiers un rôle de garant de leur intégrité et de leur restitution, le cas échéant, garantissant ainsi une protection maximale à l'investisseur. En France, ce modèle a fait l'objet de deux grandes réformes législatives et réglementaires depuis 1985 venant détailler très précisément le contenu de la fonction de garde des actifs et celle de la fonction de contrôle¹⁵. La sécurité des actifs est, en effet et indéniablement, la mission première du dépositaire. Elle fait l'objet d'une obligation de résultat conduisant le dépositaire à restituer immédiatement les actifs per-

5 Dir. n° 2001/108/CEE, art. 2 : JOUE n° L 41, 13 févr. 2002.

6 Communication de la Commission du 30 mars 2004 sur la réglementation relative aux dépositaires d'OPCVM dans les États membres, COM(2004)207.

7 Dir. n° 2009/65/CE, 13 juill. 2009 : JOUE n° L 302, 17 nov. 2009.

8 Dir. n° 2011/61/UE, 8 juin 2011 : JOUE n° L 174, 1^{er} juill. 2011.

9 P. Langlet, « *The impact of the Geneva Convention and the Future European Legislation* » : *Intermediated Securities*, Cambridge University Press.

10 J.-P. Beraudo, *Trust*, Rép. International Dalloz.

11 *Public Trustee Act 1906* et *Trustee Act 2000* pour le cas du Royaume-Uni ; *Unit Trust Act 1990* pour le cas de l'Irlande.

12 V. sections I et II du *Trustee Act 2000* sur la définition et la portée juridique de la notion de *due care* et sections XVII et XXIII du *Trustee Act 2000* sur la désignation par le *trustee* d'un *custodian* et la responsabilité liée si une faute est commise par le *custodian* ou par un délégué du *custodian*.

13 « *It is the view of the Central Bank (...) that a trustee's liability in relation to its sub-custodians is not strict liability* » section II, b), *Trustee Liability for Sub-custodians - Trust Deeds/Custodians Agreement*, Central Bank of Ireland, nov. 2004.

14 Article 3 du Code civil de 1804.

15 Instr. COB, 9 nov. 1993 sur les missions et les moyens du dépositaire d'OPCVM définissant le contenu de la mission de garde des actifs consacrée par la directive *OPCVM I* ; Arrêté du 17 avril 2007 sur la modernisation de la fonction dépositaire venant modifier les dispositions du règlement général de l'AMF et introduisant la notion de tenue de position ainsi que l'obligation de conclure un accord d'échange d'information entre le dépositaire et les autres acteurs intervenant dans le cadre de la gestion administrative et financière de l'OPC.

des cas très exceptionnels répondant aux critères de la force majeure. C'est pourquoi, dans ce schéma, les critères d'éligibilité limitent l'accès à la fonction de dépositaire principalement aux établissements de crédit ou aux entreprises d'investissement soumises à des exigences de fonds propres similaires¹⁶. Dans ce modèle, la mission de contrôle revêt également une grande importance. Le contrôle effectif et quasi permanent est, en pratique, le moyen le plus approprié pour le dépositaire de détecter et de réduire les risques de perte d'actifs afin d'échapper à une obligation de restitution systématique et immédiate.

C. Une prise de conscience collective à la faveur de la crise bancaire et financière de 2008

La crise financière de 2008 avec la faillite de Lehman Brothers et l'affaire *Madoff*, ont largement mis en lumière les divergences d'interprétation dans l'application des dispositions communautaires encadrant le dépositaire et les différences de niveau de protection de l'investisseur qui en découlent.

Cette prise de conscience s'exprime dans deux consultations publiques de la Commission européenne lancées en juillet 2009 et en décembre 2010 et dont les synthèses ont servi respectivement de base de travail pour l'élaboration du régime dépositaire dans le cadre de la proposition de directive AIFM et pour l'alignement de ce régime dans la proposition de directive *OPCVM V*.

Au final, il aura fallu près de 25 ans de construction européenne, une crise bancaire et financière majeure et une fraude à large échelle pour que les pouvoirs publics lancent enfin le débat visant à revoir en profondeur les missions et le régime de responsabilité du dépositaire. Dans ce contexte, l'approche française apparaît alors comme la plus aboutie en termes de sécurité des avoirs et de surveillance des décisions prises par la société de gestion mais aussi comme la plus complexe à mettre en œuvre. C'est pourtant celle qui finira par s'imposer.

II. L'émergence d'un modèle européen de dépositaire intégré consacrant les vertus de l'approche française

A. Un dépositaire unique pour protéger les actifs

La directive AIFM et le règlement délégué¹⁷ viennent répondre aux problèmes identifiés supra en détaillant très finement les missions de garde des actifs et de contrôle attribuées au dépositaire de fonds alternatif. Ce travail de clarification et d'harmonisation se traduit globalement par un élargissement du rôle et du périmètre de responsabilité du dépositaire qui présente peu d'écarts avec le modèle dépositaire conservateur mais constitue une véritable révolution du point de vue des acteurs présents sur les marchés anglo-saxons de la gestion alternative. Au travers des dispositions de la réglementation AIFM¹⁸, le dépositaire se voit, en effet, clairement attribuer un rôle central de protection des actifs et de surveillance des risques organisée autour de trois missions.

1. La garde des actifs

Reprenant l'architecture qui préexistait notamment en France, les textes européens définissent enfin la mission de garde des actifs du fonds¹⁹ en deux points : i. la tenue de compte conservation des actifs qui peuvent être conservés par le dépositaire dans ses livres (ou son délégataire dans ses propres livres) y compris les actifs utilisés comme sûretés (*collatéral*) sous réserve que leur propriété n'ait pas été transférée à la contrepartie. Cela concerne plus précisément les valeurs mobilières, les instruments du marché monétaire et les titres physiques (titres papier). Les textes européens encadrent très précisément tant au niveau de la sélection que du suivi permanent les conditions dans lesquelles le dépositaire fait appel à un réseau de sous-conservateurs dans les différents pays. Il faut que la délégation soit justifiée de manière objective et que le dépositaire mette en place un dispositif de *due diligences* dont la traçabilité est assurée²⁰ ;

¹⁷ Règl. délégué n° 231/2013, 19 déc. 2012 : JOUE n° L 83, 22 mars 2013.

¹⁸ Dir. AIFM, art. 21, al. 7 à 9 pour les missions et art. 21, al. 11, pour la délégation de la conservation. Dans le règlement délégué : art. 88 à 97 pour les trois missions et 98, 99 pour la délégation de la conservation.

¹⁹ Anciennement appelé « conservation » dans le règlement général de l'AMF.

²⁰ Les *due diligences* doivent être documentées et portent sur l'évaluation du risque pays et du risque lié à la législation locale en matière d'insolvabilité, la réputation et la solidité financière du sous-conservateur, ses compétences et le respect des exigences imposées par la réglementation AIFM notamment l'obligation de ségréguer en trois masses les actifs qui lui sont confiés (actifs du dépositaire, actifs du FIA, autres actifs).

¹⁶ V. Annexe III : tableau récapitulatif des différentes entités éligibles à la fonction de dépositaire. Communication de la Commission européenne de 2004.

ii. la tenue de registre²¹ et la vérification de la propriété qui couvre les autres actifs n'entrant pas dans le premier champ, c'est-à-dire ne pouvant pas être conservés par le dépositaire, tels les instruments dérivés, les titres au nominatif pur, les espèces ainsi que les biens corporels immobiliers ou mobiliers. Par ailleurs, il est important de noter que les fonctions de garde s'appliquent par transparence à l'exception des structures de type fonds de fonds et structures maître-nourricier, dans le cas où les fonds sous-jacents ont eux-mêmes une banque dépositaire.

Ce niveau de précision distinguant les deux régimes de garde selon le type d'actifs était plus que souhaitable compte tenu du périmètre extrêmement large des critères d'investissement de la plupart des FIA.

Par ailleurs, et en l'absence d'un texte européen harmonisant le droit des titres, les articles 88 et 89 du règlement délégué tentent d'offrir une solution à la question épineuse mise en exergue par l'affaire *Madoff* et touchant à la reconnaissance d'un OPC (en l'occurrence un FIA) en sa qualité de propriétaire de parts d'un autre OPC dont le registre des souscriptions/rachats est opéré le plus souvent par un mandataire, agent de transfert (« registrar »)²². Deux options sont, en effet, offertes au gestionnaire de FIA qui doit évaluer les risques de perte des actifs liés aux décisions d'investissement auxquels il expose potentiellement le fonds qu'il gère :

i. soit le gestionnaire du FIA estime qu'il est opportun que les parts d'OPC soient souscrites au nom du dépositaire, suivi (ou pas) du nom du FIA. Le dépositaire figurant dans le registre de l'OPC accepte donc sur base négociée avec le gestionnaire d'être largement responsable – par assimilation au régime de la conservation – et notamment de s'assurer que le FIA sera bien reconnu comme propriétaire des parts d'OPC. Ceci signifie qu'en cas de fraude ou d'erreurs sur le registre, le dépositaire doit restituer les parts d'OPC sauf preuve contraire lui permettant de s'exonérer de cette obligation. Cela implique également que pour réduire son propre risque le dépositaire identifie une liste de transfert agents qu'il considère fiables et qui peuvent faire l'objet de mesures de surveillance de sa part même s'il ne les a pas sélectionnés à proprement parler, puisqu'aux termes de la directive AIFM ils ne sont pas sous-conservateurs du dépositaire mais agents-émetteurs de l'OPC ;

ii. soit le gestionnaire considère que les parts d'OPC doivent être souscrites en son nom et/ou au nom du FIA dans le registre de l'OPC. La mission de garde

du dépositaire du FIA revient alors à de la tenue de registre et de la vérification de la propriété des actifs.

2. Le suivi adéquat des flux de liquidités

Le suivi adéquat des flux de liquidités (ou « *cash monitoring* ») a pour objectif la mise en place de procédures permettant de détecter et de limiter les cas de fraude. C'est une obligation nouvelle dans la plupart des juridictions et partiellement nouvelle en France dans la mesure où les dépositaires y surveillaient uniquement les flux de liquidité transitant sur les comptes espèces qu'ils détenaient pour le compte du fonds alors que désormais les comptes espèces ouverts auprès d'établissements tiers sont aussi expressément visés.

Cette mission est articulée principalement autour de deux tâches exercées par le dépositaire *a posteriori* et qui sont :

- le rapprochement de tous les mouvements de liquidités selon une fréquence allant du quotidien pour les FIA à vocation générale dont la valeur nette d'inventaire est calculée chaque jour à une fréquence adaptée (mensuelle ou trimestrielle) pour les autres fonds. Pour ce faire, le dépositaire peut s'appuyer sur les rapprochements effectués par le comptable ou l'administrateur du fonds ;

- la détection et l'analyse des flux de liquidités importants qui vont se traduire notamment par la mise en place par le dépositaire d'une approche risque, basée sur le principe de proportionnalité propre à la composition de l'actif de chaque FIA pour lequel il aura été désigné. Cela implique également la mise en œuvre d'un dispositif de transmission permanente de l'information entre le dépositaire, la société de gestion et les établissements tiers auprès desquels les comptes espèces sont ouverts.

En outre, au moment de sa désignation et de l'entrée en relation avec la société de gestion le dépositaire doit :

- vérifier l'existence et la pertinence des procédures de réconciliation établies au niveau de la société de gestion ;
- procéder à examen de l'éligibilité des établissements ouvrant des comptes espèces pour le FIA.

3. Le contrôle de la régularité des décisions de la société de gestion

Aucune modification n'a été apportée dans le contenu des cinq points de contrôle consacrés de manière traditionnelle par les précédentes directives fixant le rôle du dépositaire²³, exception faite de leur portée puisque AIFM²⁴ précise clairement qu'ils s'appliquent

21 Anciennement appelé tenue de position dans le règlement général de l'AMF.

22 A. Landier-Juglar et S. Leclercq, « Après Madoff, quelles évolutions pour faciliter la reconnaissance de la qualité d'actionnaire » : Revue d'analyse financière janv.-févr.-mars 2011, n° 38, p. 8.

23 Voir note de bas de page n° 2.

24 Dir. AIFM, art. 21, al. 9 et Règl. délégué, art. 92 à 99.

aussi bien aux FCP qu'aux sociétés d'investissement. Ceci était déjà toutefois le cas en droit français.

B. Le nouveau régime de responsabilité du dépositaire : une obligation de moyen renforcée

Longtemps pierre d'achoppement des discussions relatives au nouveau dispositif européen, la responsabilité du dépositaire a fait l'objet de vifs débats, d'abord lors de l'élaboration de la directive puis entre régulateurs chargés au sein de l'ESMA de formuler un avis sur le contenu du règlement délégué.

Le point central des discussions a porté sur la responsabilité du dépositaire en cas de perte des actifs en conservation. Entre les défenseurs d'une responsabilité relevant d'une obligation de moyens et ceux arguant qu'elle ne peut être qu'une obligation de résultat, une voie de compromis que l'on peut espérer durable a été trouvée sur la base d'une approche prévoyant d'encadrer très précisément les conditions dans lesquelles le dépositaire peut s'exonérer de sa responsabilité. Il en résulte un cadre relativement complexe mais dont l'application pratique devrait permettre une uniformisation du pouvoir d'appréciation du juge dans les différents États membres. La première étape consiste à déterminer la perte d'actifs alors qu'ils faisaient l'objet de la conservation par le dépositaire. L'article 100 du règlement délégué offre une ligne directrice en indiquant que si l'une des trois conditions est remplie alors la perte est réputée :

- il est démontré que le droit de propriété du FIA n'est pas valide car il n'existe pas ou n'a jamais existé ;
 - le FIA a été définitivement privé de son droit de propriété sur l'instrument financier ;
 - le FIA n'est définitivement plus en capacité de disposer directement ou indirectement de l'instrument.
- Dès lors, le dépositaire est considéré comme responsable et doit restituer des actifs identiques ou équivalents (titres ou espèces) sans retard inutile à moins qu' :
- il n'apporte lui-même la preuve qu'un événement extérieur à son contrôle raisonnable est intervenu et qu'il n'aurait pu éviter la perte même en prenant toutes les mesures propres à un dépositaire diligent ;
 - un contrat de décharge contractuel ait été signé sous certaines conditions de transparence vis-à-vis des investisseurs (uniquement professionnels en France), soit pour mettre en place certains schémas propres à la gestion alternative (par exemple le recours à un prime broker qui accepte d'assumer la responsabilité sur des actifs appartenant au fonds et demeurant donc dans le champ de la conservation du dépositaire), soit pour rechercher un haut niveau de performance ce qui peut conduire le gestionnaire du FIA à investir dans des

pays ne disposant pas d'infrastructures et d'acteurs de la sous-conservation répondant aux exigences de la directive AIFM²⁵.

En revanche, pour les préjudices subis par le FIA et directement en lien avec la fonction de tenue de registre et de vérification de la propriété ainsi que les contrôles sur les flux de liquidités et la régularité des décisions de la société de gestion, le dispositif retenu est un régime classique de responsabilité pour négligence ou mauvaise exécution intentionnelle.

C. Les incidences de la mise en place du nouveau régime pour le métier de dépositaire et pour le marché européen de la gestion d'actifs

Pour les dépositaires, le nouveau régime tel que défini par AIFM et bientôt très largement repris pour les OPCVM²⁶ intervient comme une reconnaissance attendue du rôle central qu'ils jouent dans le développement de l'industrie de la gestion d'actifs. En effet, la présence d'un dépositaire rassure les investisseurs qui choisissent de placer leur épargne dans des fonds d'investissement et contribue fortement à crédibiliser le système. La ségrégation et la protection des actifs qu'il apporte en Europe sont pris comme modèle aux États Unis pour les réformes à la suite de l'affaire *Madoff*. Désormais, le tryptique fonds/société de gestion/dépositaire trouve une application réelle non seulement dans les pays où le dépositaire assumait déjà un haut niveau de responsabilité, mais également dans les juridictions où il était perçu jusque-là comme un acteur secondaire intervenant plutôt comme simple prestataire de services. Par exemple, le régime AIFM prévoit l'obligation pour le gestionnaire de transmettre l'ensemble des informations nécessaires à l'accomplissement des missions du dépositaire et lui impose donc de dialoguer et de collaborer à égalité avec lui.

Sur un plan organisationnel et commercial, bien que la mise en place de la législation se traduise par des coûts induits par la revue en profondeur des procédures, des outils informatiques et des moyens humains qui doivent être mis en conformité avec les nouvelles exigences, elle prévoit également la possibilité pour le dépositaire de proposer différents services à valeur ajoutée qui vont renforcer sa compétitivité et, partant, permettre au gestionnaire et au fonds de profiter de synergies et d'économies d'échelle²⁷.

²⁵ Régl., art. 101 et 102.

²⁶ Une proposition de révision de la directive *OPCVM IV* est en cours d'adoption. Elle reprend les dispositions de la directive *AIFM* à l'exception des critères d'éligibilité plus restrictifs et prévoyant un montant de fonds propres minimum qui devrait être fixé à 730 000 euros et du mécanisme de transfert de responsabilité supprimé dans la proposition *OPCVM V* dans un souci de protection des investisseurs grand public.

²⁷ K. Lachgar, « Le dépositaire sous l'ère AIFM, business as usual ou opportunité de différenciation ? » : *Rev. Banque* n° 749, juin 2012.

En outre, le dépositaire dispose désormais d'un droit de regard voire de décision, selon les cas, sur le choix de certaines contreparties ou prestataires du fonds (*prime brokers*, transfert agent, valorisateur...) compte tenu du niveau de responsabilité qu'il pourrait devoir supporter incidemment en raison de leurs fautes ou négligences.

D'autres réglementations découlant des recommandations du G20 telles qu'EMIR, FATCA et *OPCVM V* renforcent encore l'importance du dépositaire dans l'environnement bancaire et financier. Il va désormais évoluer au niveau européen sur la base d'un modèle

que l'on sait robuste et résilient. Sa reconnaissance pleine et entière en tant qu'acteur du grand marché unique pourrait intervenir prochainement dans le cadre du projet *OPCVM VI*²⁸ qui laisse entrevoir la mise en place d'un passeport européen pour les dépositaires²⁹.

p. 57 ; Étude AFTI/Price Waterhouse Coopers « Pourquoi les dépositaires français sont-ils les mieux positionnés pour servir la gestion alternative : AIFMD va imposer un nouveau modèle dans l'UE », mai 2013.

28 Document de travail de la Commission européenne du 26 juillet 2012.

29 AIFM prévoit que le dépositaire d'un FIA de l'Union est domicilié dans le même pays que le fonds sauf si, au cas par cas, le régulateur du fonds permet la désignation d'un dépositaire situé dans un autre État membre (art. 61-5). Par ailleurs, un FIA de pays tiers commercialisé en Europe peut désigner un dépositaire localisé dans son pays à condition que ce dernier soit soumis aux mêmes exigences de fonds propres et de supervision prudentielle qu'un dépositaire de l'UE. *OPCVM V* impose que le dépositaire soit localisé dans le même pays que le fonds.

AIFM, OPCVM, MIF : quel périmètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ? ^{110z6}

Isabelle RIASSETTO

Professeur à l'université du Luxembourg

Nathalie DUGUAY

Associée, avocat à la cour, King & Wood Mallesons SJ Berwin, Paris

La transposition de la directive *AIFM* a contraint le législateur et le régulateur français à revisiter le statut des sociétés de gestion de portefeuille en leur offrant des agréments à géométrie variable en fonction du périmètre de leur activités : activité principale de gestion (gestion d'*OPCVM*, gestion de *FIA* et mandat de gestion) et activités auxiliaires (conseil en investissement, garde et administration de parts d'*OPC*, réception-transmission d'ordres). Toutes ne sont cependant pas assorties d'un passeport européen en fonction de leur fondement juridique : directive *OPCVM*, directive *AIFM* et directive *MIF*.

L'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs¹ et son décret d'application n° 2013-687 portant la même date² ont réalisé la transposition de la directive n° 2011/61/UE du 8 juin 2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dite directive *AIFM*. Cette transposition retient un statut unique à géométrie variable en fonction du périmètre de leurs activités de gestion³ et, partant, de leur agrément.

2. Le statut des sociétés de gestion a varié dans le temps. Avant la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière qui a transposé la directive n° 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002, dite directive *OPCVM III*, il existait, en France, deux types de sociétés de gestion : les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), agréées par la Commission des opérations de bourse (COB) pour une activité de gestion de portefeuille individuelle ou collective (C. mon. fin., art. L. 532-9 et s.), et les sociétés de gestion d'*OPCVM* (SGPO), dont l'objet consistait exclusivement dans la gestion d'*OPCVM* (C. mon. fin., art. L. 214-25 ancien). Lorsque les premières souhaitaient gérer des FCP, elles étaient obligées de créer des filiales pour se mettre en conformité avec le second texte.

La directive n° 2001/107/CE (art. 5) a autorisé les sociétés de gestion d'*OPCVM* à exercer l'activité de

gestion individuelle⁴, condamnant ainsi la distinction entre société de gestion de portefeuille et société de gestion d'*OPCVM*. En transposant cette directive, la loi de sécurité financière a mis fin à la dualité de sociétés de gestion qui caractérisait le droit français en intégrant dans le Code monétaire et financier un seul statut de sociétés de gestion de portefeuille régi par les articles L. 532-9 et suivants.

Ensuite, il a fallu tenir compte du fait que l'activité de gestion de portefeuille était régie, à l'échelle européenne, par deux directives ayant des champs d'application distincts : d'un côté, la directive n° 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dite directive *MIF*, qui s'applique aux services d'investissement et, en particulier, à la gestion de portefeuille pour compte de tiers – encore appelée gestion individuelle de portefeuille, gestion discrétionnaire ou gestion sous mandat –, mais qui exclut de son champ d'application les *OPCVM* et leur société de gestion et, d'un autre côté, la directive *OPCVM* qui permet aux sociétés de gestion d'*OPCVM* d'exercer l'activité de gestion individuelle de portefeuille. Aussi, dans le cadre de la transposition de la directive *MIF* opérée par l'ordonnance n° 2017-544 du 12 avril 2007, le législateur français n'a pas voulu revenir sur le statut unique des sociétés de gestion. Le règlement général de l'AMF a pris en compte l'articulation de ces deux normes en créant deux catégories de sociétés de gestion de portefeuille en fonction de leur activité⁵. Il existait, d'une part, des sociétés de gestion relevant de

1 JO 27 juill. 2013, p. 12568. Le texte est pris en application de l'article 18 de la loi n° 2012-1559 du 31 déc. 2012 relative à la création de la Banque publique d'investissement, qui a habilité le Gouvernement à prendre par voie d'ordonnance avant le 31 juillet 2013 les mesures relevant du domaine de la loi pour la transposition de la directive *AIFM*.

2 JO 30 juill. 2013, p. 12705.

3 AMF « Directive AIFM, Guide AIFM Société de gestion », 16 avr. 2013, p. 21.

4 Dir. n° 2001/107, 21 janv. 2002, art. 5.

5 S. Saint-Pé, « De la typologie des sociétés de gestion françaises » : BJB oct. 2011, p. 570, n° 277.

la directive *OPCVM* (SGP de type 1)⁶. Elles devaient gérer en permanence au moins un *OPCVM* conforme à la directive éponyme, et pouvaient également gérer des *OPCVM* non coordonnés et pratiquer la gestion individuelle sous mandat⁷. Elles ne pouvaient avoir comme activités connexes qu'une activité de conseil en investissement et exercer l'activité de garde et d'administration des parts d'OPC. Mais elles ne pouvaient proposer d'autres services d'investissement, notamment la réception-transmission d'ordres (RTO) et l'exécution d'ordres pour compte de tiers. D'autre part, les sociétés de gestion relevant de la directive *MIF* (SGP de type 2) pouvaient, à titre principal, exercer l'activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers au sens de l'article L. 321-1, 4°, du Code monétaire et financier et pouvait bénéficier du passeport européen pour les services d'investissement régis par cette directive (gestion individuelle ou gestion sous mandat, conseil en investissement et réception-transmission d'ordres). Elles ne pouvaient ni gérer des *OPCVM* coordonnés ni recevoir de délégation globale d'une SICAV *OPCVM*, mais elles avaient la possibilité par délégation d'assurer la gestion financière d'un *OPCVM* ou d'un OPC dont elles n'étaient pas la société de gestion en titre⁸.

L'AMF a toutefois choisi d'appliquer l'ensemble des règles de la directive *MIF* à tous les prestataires, y compris aux sociétés de gestion de portefeuille, tout en réservant certaines dispositions spécifiques (Règl. gén. AMF, art. 311-1 et s.)⁹.

3. L'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 a réformé les articles L. 532-9 et suivants du Code monétaire et financier. Désormais les sociétés de gestion de portefeuille sont les entreprises d'investissement qui fournissent, à titre principal, le service d'investissement mentionné au 4° de l'article L. 321-1, à savoir la gestion de portefeuille pour compte de tiers ou gestion individuelle de portefeuille ou qui gèrent un ou plusieurs *OPCVM*, FIA, *OPCVM* de droit étranger, FIA de droit étranger et d'autres placements collectifs¹⁰.

4. Les sociétés de gestion doivent désormais opter selon l'objet de leur activité principale de gestion pour un agrément unique « gestion d'*OPCVM* », « gestion de FIA », ou « gestion de mandats de gestion »¹¹. En fonction de l'agrément obtenu, elles peuvent en plus offrir des services d'investissement qui relèvent de la directive *MIF* : gestion individuelle de portefeuille, conseil en investissement, réception-transmission d'ordres, mais ne le peuvent en tous les cas¹².

L'articulation des trois directives *OPCVM*, *AIFM* et *MIF* offre à la société de gestion la possibilité d'exercer ses activités principales de gestion de portefeuille, collective (*OPCVM* et/ou FIA) ou individuelle (mandats de gestion) selon trois agréments possibles soumis respectivement à ces trois directives. À cela s'ajoute la possibilité offerte sur le fondement des deux directives *OPCVM* et *AIFM* de proposer, à titre dérogatoire, des services d'investissement relevant de la directive *MIF*. La richesse des combinaisons trouve un degré supplémentaire dans l'existence d'un double agrément *AIFM* – *OPCVM*. Cette richesse n'est cependant qu'apparente sur le terrain du passeport européen offert par ces trois directives. En effet, toutes les activités ne peuvent être simultanément exercées sur une base transfrontalière en liberté d'établissement ou en libre prestation de services par une même société de gestion.

Afin de rendre compte de tous les cas de figure, le présent exposé distinguera sous l'angle du périmètre de l'agrément des sociétés de gestion, leurs activités de gestion collective (I) de celles qui constituent des services d'investissement (II).

I. L'agrément des sociétés de gestion et les activités de gestion collective

5. L'ordonnance de 2013 offre aux sociétés de gestion de portefeuille la possibilité d'exercer leurs activités

6 Position-recomm. AMF n° 2012-19, « Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille », 18 déc. 2012.

7 Les SICAV ne peuvent logiquement déléguer leur gestion qu'à elles.

8 Elles n'avaient pas à disposer d'un passeport pour gérer par délégation un *OPCVM* de droit étranger.

9 Avant la transposition de la directive *MIF*, l'ancien règlement général de l'AMF distinguait les dispositions applicables aux sociétés de gestion de portefeuille (Règl. gén. AMF, art. 322-1 et s. ancien) de celles relatives aux autres prestataires de services d'investissement (Règl. gén. AMF, art. 321-1 et s. ancien).

10 Les autres placements collectifs figurent à l'article L. 214-191 du Code monétaire et financier lequel fait référence à tout placement collectif qui n'est pas un *OPCVM* ou un FIA, à savoir par exemple une SICAV constituée sous forme de SAS et qui n'a qu'un seul associé.

11 Les obligations issues de la transposition de la directive *AIFM* s'appliquent aux acteurs concernés le 22 juillet 2014. Les personnes morales qui géraient déjà des FIA ou d'autres FIA à la date de la publication de l'ordonnance de transposition (27 juill. 2013) et qui entrent dans le champ des personnes devant être agréées en qualité de gestion de portefeuille disposent jusqu'au 22 juillet 2014 pour demander leur agrément (ord. n° 2013-676, 25 juill. 2013, art. 33.). Elles peuvent toutefois invoquer le bénéfice des dispositions relatives aux passeports gestion et commercialisation dès leur agrément effectif (position AMF n° 2013-22, préc., 1.3). En revanche, les personnes morales qui ne géraient pas des FIA avant la transposition de la directive et qui envisagent de le faire doivent demander un agrément en qualité de société de gestion de portefeuille, si celui-ci est requis.

12 Conformément à l'article L. 532-9, II, 5°, du Code monétaire et financier, la société de gestion de portefeuille doit disposer d'un programme d'activité pour chacun des services qu'elle entend exercer, précisant les conditions dans lesquelles elle envisage de fournir les services d'investissement concernés ou d'exercer la gestion des FIA. Il indique le type d'opérations envisagées et la structure de son organisation.

de gestion collective sous un agrément unique (A) ou sous un double agrément OPCVM – AIFM (B).

A. Les agréments uniques

6. Les sociétés de gestion de portefeuille peuvent exercer leur activité de gestion collective sous un seul agrément, l'agrément « gestion d'OPCVM » (1) ou l'agrément « gestion de FIA » (2).

1. L'agrément unique « gestion d'OPCVM »

7. Les sociétés de gestion de portefeuille peuvent souhaiter n'exercer leurs activités que sous l'agrément « gestion d'OPCVM » (agrément A1). Elles se soumettent en ce cas à la directive *OPCVM* transposée. La portée de cet agrément en termes d'activités autorisées est précisée par l'article 6 de cette directive. Cet agrément correspond à celui des sociétés de gestion de type 1 antérieurement à la transposition de la directive *AIFM*¹³.

L'activité principale des sociétés de gestion soumise à cette directive consiste dans la « gestion d'OPCVM » agréées conformément à celle-ci, qu'il s'agisse d'OPCVM de droit français ou de droit étranger. Énumérées par l'annexe II de la directive éponyme (art. 6, § 2, pt. 2), les activités relevant de la « gestion d'OPCVM » regroupent la « gestion de portefeuille », à savoir la gestion financière des OPCVM (opérations d'investissement et de désinvestissement sur le portefeuille), l'« administration » des OPCVM et la « commercialisation » de leurs parts.

Les tâches participant de l'administration des OPCVM recouvrent, selon l'annexe II précitée : les services juridiques et gestion comptable du fonds, la demande de renseignement des clients, l'évaluation du portefeuille et la détermination de la valeur des parts (y compris les aspects de contrôle du respect des dispositions réglementaires), la tenue du registre des porteurs de parts, la répartition des revenus, l'émission et le rachat de parts, le dénouement des contrats (y compris envois de certificats), ainsi que l'enregistrement et la conservation des opérations¹⁴.

La notion de commercialisation des parts n'est pas définie par la directive. Elle répond à l'idée de promotion de la souscription des parts dans le public¹⁵. Selon la commission des sanctions de l'AMF « l'acte de commercialisation consiste, pour un prestataire de services d'investissement, un conseiller en investisse-

ments financiers ou un démarcheur bancaire ou financier, à prendre l'initiative de présenter par différentes voies – publicité, démarchage, placement, conseil, etc. – un instrument financier en vue d'inciter un client ou un prospect à y souscrire ou à l'acheter »¹⁶. Dans cette décision, elle rappelle que cette définition est reprise du relevé de décision de la COB d'avril 2003 et qu'elle a été confirmée par la position AMF n° 2010-05 relative aux instruments financiers complexes et par la position-recommandation AMF n° 2011-24 instituant un guide pour la commercialisation des OPC. Pour la commission des sanctions, cette définition « correspond au contenu traditionnellement attribué à ce concept, équivalent d'une mise sur le marché ». Il ne s'agit pas juridiquement de réception transmission d'ordres au sens de la directive *MIF*. L'AMF y a toutefois vu un « équivalent » à une réception-transmission d'ordres¹⁷, afin de pouvoir lui appliquer les règles de bonne conduite de la directive *MIF* transposées horizontalement. Il en va de même de l'exécution d'ordres de souscription ou de rachat par la société de gestion d'OPCVM.

8. Les sociétés de gestion sous agrément unique OPCVM, peuvent, conformément à l'article 6 § 2 de la directive *OPCVM*, gérer « d'autres organismes de placement collectif qui ne relèvent pas de la présente directive » et pour lesquels elles font l'objet d'une surveillance prudentielle. C'est ce qui autorisait les sociétés de gestion de portefeuille de type 1 à gérer des « OPCVM non coordonnés » – ou « OPCVM non conformes »¹⁸ – avant la transposition de la directive *AIFM*¹⁹. Depuis la transposition de la directive *AIFM*, la société de gestion de portefeuille doit en ce cas solliciter un double agrément OPCVM-FIA²⁰, sauf lorsque l'agrément AIFM n'est pas requis²¹.

9. Les activités de gestion d'OPCVM peuvent être valablement exercées en libre établissement ou en libre prestation de services, conformément aux dispositions de la directive *OPCVM* transposée, sous réserve du respect de la procédure de notification.

La gestion d'OPCVM de droit étranger par une société de gestion de portefeuille, sur le fondement d'une délégation consentie par la société de gestion de cet OPCVM, ne requiert pas l'activation du passeport européen de la société de gestion française.

13 V. *supra*, n° 2.

14 Il s'agit de la conservation de la documentation de l'OPCVM, ce qui correspond à l'exigence d'archivage de la MIF (pièces nécessaires à l'établissement des comptes et inventaires, titres de propriété et de créance, contrats de délégation etc.)

15 Cette notion peut trouver son fondement dans le considérant 6 de la directive *OPCVM* et dans son article 2 qui exclut de son champ d'application les OPCVM qui « recueillent des capitaux sans promouvoir la vente de leurs parts auprès du public ».

16 Sanct. AMF, 28 déc. 2012, Société X1 et MM. A. et B. : Dr. sociétés mars 2013, comm. 50, note S. Torck ; BJB mars 2013, p. 132, n° 52, note J.-M. Moulin.

17 AMF « Régulation & Gestion d'actifs », 1^{er} trim. 2008, n° 5, p. 3 ; sur cette assimilation, V. S. Saint-Pé, art. *préc.*

18 Position-recomm. AMF, n° 2012-19, 1.2.

19 *Ibid.*

20 V. *infra*, n° 19 et s.

21 V. *infra*, n° 15 à 17.

2. L'agrément unique « gestion de FIA »

10. Depuis la transposition de la directive *AIFM*, un agrément unique FIA pour la « gestion de FIA » (agrément A2) peut être demandé par une société de gestion de portefeuille ou un FIA autogéré (gestionnaire interne)²². La gestion de FIA porte sur les FIA de droit français ou de droit étranger au sens de l'article L. 214-24, I, du Code monétaire et financier²³. La notion de FIA recouvre les FIA par nature listés par l'article L. 214-24, II du code précité (fonds d'investissement à vocation générale, fonds de capital investissement, fonds de fonds alternatifs, SCPI, SEF, OPCV, fonds d'épargne salariale, SICAF, fonds professionnels à vocation générale, fonds professionnels spécialisés, fonds professionnels de capital investissement, organismes professionnels de placement collectif immobilier, organismes de titrisation), ainsi que les FIA par leur objet désignés par l'expression « Autres FIA » et définis négativement par l'article L. 214-24, III, de ce code, comme « les FIA qui ne sont pas mentionnés au II ». Une distinction s'impose selon que le gestionnaire dépasse (a) ou non (b) les seuils de la directive *AIFM* ou qu'il est exclu de son champ d'application (c).

a. Les gestionnaires de FIA au-dessus des seuils de la directive

11. Tout gestionnaire de FIA au sens de la directive *AIFM*, qu'il s'agisse exclusivement de FIA par nature, d'« Autres FIA » ou des FIA par nature et d'« Autres FIA », doit être agréé en tant que société de gestion de portefeuille, en application des II et III de l'article L. 214-24 et de l'article L. 532-9 du Code monétaire et financier²⁴ lorsqu'il dépasse les seuils de la directive (Dir. n° 2011/61/UE, 8 juin 2011, art. 3, § 2), transposés à l'article R. 532-12-1 du Code monétaire et financier, à savoir lorsque l'encours des FIA sous gestion dépasse le seuil de 100 millions d'euros, y compris les actifs acquis par le recours à l'effet de levier ou celui de 500 millions d'euros lorsqu'ils ne recourent pas à l'effet de levier et ne peuvent procéder à aucun rachat de parts ou actions pendant une période de

cinq ans à compter de la date de l'investissement initial dans chaque FIA. Ce gestionnaire est soumis intégralement à la directive *AIFM* (Dir. n° 2011/61/UE, 8 juin 2011, art. 3, § 2 ; *a contrario* : C. mon. fin., art. L. 532-9, IV, *a contrario* ; art. L. 214-24, II et III, 1°).

12. À cet égard, il convient de souligner que lorsqu'une société de gestion gère exclusivement des FIA par délégation, elle n'a pas à demander un agrément au titre de la directive, car le niveau des encours de FIA sous gestion s'apprécie au niveau du « gestionnaire en titre » du FIA²⁵.

13. Pour le gestionnaire de FIA soumis d'office ou volontairement à la directive *AIFM*, le périmètre des activités couvertes par son agrément est précisé par cette directive.

Le gestionnaire externe doit exercer les activités énumérées à l'annexe I de la directive et peut effectuer des activités supplémentaires de gestion d'OPCVM soumises à agrément au titre de la directive n° 2009/65/CE²⁶. Pour la gestion de FIA, il doit au minimum exercer les fonctions de « gestion des investissements ». Cette notion recouvre la « gestion du portefeuille » et la « gestion des risques ». Le gestionnaire peut en outre exercer d'autres fonctions à titre complémentaire dans le cadre de la gestion collective d'un FIA : l'administration du FIA²⁷, la commercialisation ainsi que les activités liées aux actifs d'un FIA (annexe I, pt. 2). Cette dernière notion s'entend de « l'exécution des services nécessaires pour que soient remplis les devoirs fiduciaires du gestionnaire, et assurés la gestion des infrastructures, les activités d'administration des immeubles, le conseil aux entreprises concernant la structure du capital, la stratégie industrielle et les questions connexes, le conseil et les services concernant les fusions et les acquisitions, et d'autres services liés à la gestion du FIA et des sociétés et autres actifs dans lesquels il a investi ».

On observera que le Livre III du règlement général de l'AMF reprend les termes de l'instruction n° 2008-04 du 15 juillet 2008 en précisant que, dans le cadre de la commercialisation de parts ou actions de FIA, la société de gestion de portefeuille *AIFM* se conforme aux dispositions issues de la directive *MIF* relatives à la catégorisation et l'information des clients, aux conventions conclues avec les clients et à l'évaluation

22 Lorsqu'il ne délègue pas globalement sa gestion, le FIA doit remplir les conditions applicables aux sociétés de gestion de portefeuille et respecter les dispositions applicables à ces sociétés (V. C. mon. fin., art. L. 214-24, I, al. 4).

23 Sur la notion, v. S. Torck, « La notion de fonds d'investissement alternatif (FIA) », in *Transposition de la directive AIFM : enjeux et perspectives*, Colloque Tours 31 mai 2013 : RTDF 2013/3, p. 38 ; I. Riassetto, « L'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs et la notion de fonds d'investissement alternatif (FIA) » : RLDA 2013, n° 87.

24 Il convient de souligner que selon l'article 316-1 du règlement général de l'AMF, pour l'application de son Titre I^{er} bis, le terme « société de gestion de portefeuille » désigne la société de gestion de portefeuille française, le terme « société de gestion » désigne la société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union européenne et le terme « gestionnaire » désigne le gestionnaire établi dans un pays tiers.

25 Position AMF n° 2013-22, 1.6.

26 Il doit en ce cas demander un double agrément, v. *infra*, n° 19 et s.

27 L'administration recouvre : « i) services juridiques et de gestion comptable du fonds ; / ii) demandes de renseignements des clients ; / iii) évaluation du portefeuille et détermination de la valeur des parts, y compris les aspects fiscaux ; / iv) contrôle du respect des dispositions réglementaires ; / v) tenue du registre des porteurs de parts/d'actions ; / vi) répartition des revenus ; / vii) émissions et rachats de parts/d'actions ; / viii) règlement des contrats, y compris envoi des certificats ; / ix) enregistrement et conservation des opérations ».

de l'adéquation et du caractère approprié du service à fournir figurant dans le chapitre IV du titre I^{er} du livre III²⁸.

Un gestionnaire interne (une société d'investissement autogérée agréée AIFM) ne peut avoir d'autres activités que les activités de gestion interne de ce FIA visées à l'annexe I (art. 6, § 3). Il ne peut gérer des OPCVM.

14. Le passeport européen « acteur » ne bénéficie qu'aux sociétés de gestion intégralement soumises à la directive AIFM. Les activités « passeportables » au sens de cette directive sont limitées à celles visées à l'annexe I de cette directive, à savoir les fonctions de « gestion des investissements » d'un FIA que sont la gestion de portefeuille et la gestion des risques, ainsi que les fonctions exercées à titre complémentaire (administration, commercialisation et activités liées aux actifs d'un FIA).

b. Les gestionnaires de FIA en dessous des seuils de la directive

15. Les gestionnaires de FIA et/ou d'« Autres FIA » qui ne dépassent pas les seuils de la directive peuvent toutefois opter (« opt-in ») pour l'application intégrale de la directive (C. mon. fin., art. L. 214-24, II, al. 2 et art. L. 214-24, III, al. 5). Si tel est le cas, ils sont soumis à toutes les obligations qu'elle impose et bénéficient en contrepartie des droits qu'elle accorde, en particulier le passeport européen.

S'ils n'optent pas pour l'application de la directive AIFM, les gestionnaires seront néanmoins soumis « partiellement » à celle-ci, pour reprendre la terminologie utilisée par l'AMF²⁹.

16. Seront également soumis partiellement à la directive AIFM, les personnes morales qui gèrent exclusivement d'« Autres FIA » dont la valeur totale des actifs gérés les situent en dessous des seuils de la directive³⁰ et dont tous les porteurs de parts ou actionnaires sont professionnels, lorsqu'ils ne souhaitent pas opter pour l'application intégrale de la directive. Ces personnes morales n'ont pas l'obligation de demander leur agrément comme société de gestion de portefeuille, mais uniquement celle de s'enregistrer auprès de l'AMF (C. mon. fin., art. L. 214-24, III, 3°). Dans ce dernier cas, les personnes morales se conforment à l'article 311-1 B du règlement général de l'AMF³¹

qui renvoie aux articles 2 à 5 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012. Ces dispositions prévoient notamment des obligations d'information auprès de l'AMF.

c. Les gestionnaires de FIA exclus du champ d'application de la directive AIFM

17. L'article 2, paragraphe 3, de la directive AIFM, transposé à l'article L. 532-9, V, du Code monétaire et financier, écarte de son champ d'application certaines entités qu'il énumère : « 1° Les institutions internationales telles que la Banque centrale européenne, la Banque d'investissement européenne, le Fonds d'investissement européen, les institutions européennes de financement du développement et les banques bilatérales de développement, la Banque mondiale, le Fonds monétaire international et les autres institutions internationales et organismes internationaux similaires lorsque ceux-ci gèrent des FIA et dans la mesure où ces FIA agissent dans l'intérêt public ; / 2° Les banques centrales nationales ; / 3° Les autorités nationales, régionales et locales, et les autres organismes ou institutions qui gèrent des fonds destinés au financement des régimes de sécurité sociale et de pension ; / 4° Les institutions de retraite professionnelle qui relèvent de la directive n° 2003/41/CE du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, y compris, le cas échéant, les entités autorisées qui sont chargées de la gestion de ces institutions et qui agissent en leur nom, mentionnées au paragraphe 1 de l'article 2 de cette directive, ou les gestionnaires de placement désignés conformément au paragraphe 1 de l'article 19 de cette directive dans la mesure où ils ne gèrent pas de FIA ; / 5° Les systèmes de participation des travailleurs ou les plans d'épargne des travailleurs ; / 6° Les structures de titrisation ad hoc, dont le seul objet est de réaliser une ou plusieurs opérations de titrisation répondant aux critères du point 2 de l'article 1^{er} du règlement (CE) n° 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation et d'autres activités appropriées à cette fin, autres que les gestionnaires d'organismes de titrisation mentionnés à l'article L. 214-167 ; / 7° Les sociétés holdings »³². Ces entités ne sont soumises à

28 V. Instr. AMF n° 2008-04, 15 juill. 2008 relative à l'application des règles de bonne conduite lors de la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou d'OPCI par les sociétés de gestion de portefeuille.

29 V. *infra*, n° 32 et 35.

30 En cas de franchissement de seuil de nature non passagère (supérieure à 3 mois), la société de gestion doit notifier ce dépassement à l'AMF et déposer une demande d'agrément au titre de la directive AIFM dans un délai de 30 jours calendaires (art. 4 du règl. délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012).

31 Sur la procédure d'enregistrement, v. règl. délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission, 19 déc. 2012 ; Instr. AMF, n° 2013-21, « Modalités

d'enregistrement des personnes morales, autres que des sociétés de gestion de portefeuille, gérant certains Autres FIA », 18 nov. 2013.

32 Par société holding la directive entend une société détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés, dont l'objectif commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme et qui est une société : a) opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union européenne ; ou b) n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou

de l'adéquation et du caractère approprié du service à fournir figurant dans le chapitre IV du titre I^{er} du livre III²⁸.

Un gestionnaire interne (une société d'investissement autogérée agréée AIFM) ne peut avoir d'autres activités que les activités de gestion interne de ce FIA visées à l'annexe I (art. 6, § 3). Il ne peut gérer des OPCVM.

14. Le passeport européen « acteur » ne bénéficie qu'aux sociétés de gestion intégralement soumises à la directive *AIFM*. Les activités « passeportables » au sens de cette directive sont limitées à celles visées à l'annexe I de cette directive, à savoir les fonctions de « gestion des investissements » d'un FIA que sont la gestion de portefeuille et la gestion des risques, ainsi que les fonctions exercées à titre complémentaire (administration, commercialisation et activités liées aux actifs d'un FIA).

b. Les gestionnaires de FIA en dessous des seuils de la directive

15. Les gestionnaires de FIA et/ou d'« Autres FIA » qui ne dépassent pas les seuils de la directive peuvent toutefois opter (« opt-in ») pour l'application intégrale de la directive (C. mon. fin., art. L. 214-24, II, al. 2 et art. L. 214-24, III, al. 5). Si tel est le cas, ils sont soumis à toutes les obligations qu'elle impose et bénéficient en contrepartie des droits qu'elle accorde, en particulier le passeport européen.

S'ils n'optent pas pour l'application de la directive *AIFM*, les gestionnaires seront néanmoins soumis « partiellement » à celle-ci, pour reprendre la terminologie utilisée par l'AMF²⁹.

16. Seront également soumis partiellement à la directive *AIFM*, les personnes morales qui gèrent exclusivement d'« Autres FIA » dont la valeur totale des actifs gérés les situent en dessous des seuils de la directive³⁰ et dont tous les porteurs de parts ou actionnaires sont professionnels, lorsqu'ils ne souhaitent pas opter pour l'application intégrale de la directive. Ces personnes morales n'ont pas l'obligation de demander leur agrément comme société de gestion de portefeuille, mais uniquement celle de s'enregistrer auprès de l'AMF (C. mon. fin., art. L. 214-24, III, 3°). Dans ce dernier cas, les personnes morales se conforment à l'article 311-1 B du règlement général de l'AMF³¹

qui renvoie aux articles 2 à 5 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012. Ces dispositions prévoient notamment des obligations d'information auprès de l'AMF.

c. Les gestionnaires de FIA exclus du champ d'application de la directive *AIFM*

17. L'article 2, paragraphe 3, de la directive *AIFM*, transposé à l'article L. 532-9, V, du Code monétaire et financier, écarte de son champ d'application certaines entités qu'il énumère : « 1° Les institutions internationales telles que la Banque centrale européenne, la Banque d'investissement européenne, le Fonds d'investissement européen, les institutions européennes de financement du développement et les banques bilatérales de développement, la Banque mondiale, le Fonds monétaire international et les autres institutions internationales et organismes internationaux similaires lorsque ceux-ci gèrent des FIA et dans la mesure où ces FIA agissent dans l'intérêt public ; / 2° Les banques centrales nationales ; / 3° Les autorités nationales, régionales et locales, et les autres organismes ou institutions qui gèrent des fonds destinés au financement des régimes de sécurité sociale et de pension ; / 4° Les institutions de retraite professionnelle qui relèvent de la directive n° 2003/41/CE du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, y compris, le cas échéant, les entités autorisées qui sont chargées de la gestion de ces institutions et qui agissent en leur nom, mentionnées au paragraphe 1 de l'article 2 de cette directive, ou les gestionnaires de placement désignés conformément au paragraphe 1 de l'article 19 de cette directive dans la mesure où ils ne gèrent pas de FIA ; / 5° Les systèmes de participation des travailleurs ou les plans d'épargne des travailleurs ; / 6° Les structures de titrisation ad hoc, dont le seul objet est de réaliser une ou plusieurs opérations de titrisation répondant aux critères du point 2 de l'article 1^{er} du règlement (CE) n° 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation et d'autres activités appropriées à cette fin, autres que les gestionnaires d'organismes de titrisation mentionnés à l'article L. 214-167 ; / 7° Les sociétés holdings »³². Ces entités ne sont soumises à

28 V. Instr. AMF n° 2008-04, 15 juill. 2008 relative à l'application des règles de bonne conduite lors de la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou d'OPCI par les sociétés de gestion de portefeuille.

29 V. *infra*, n° 32 et 35.

30 En cas de franchissement de seuil de nature non passagère (supérieure à 3 mois), la société de gestion doit notifier ce dépassement à l'AMF et déposer une demande d'agrément au titre de la directive *AIFM* dans un délai de 30 jours calendaires (art. 4 du règl. délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012).

31 Sur la procédure d'enregistrement, v. règl. délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission, 19 déc. 2012 ; Instr. AMF, n° 2013-21, « Modalités

d'enregistrement des personnes morales, autres que des sociétés de gestion de portefeuille, gérant certains Autres FIA », 18 nov. 2013.

32 Par société holding la directive entend une société détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés, dont l'objectif commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme et qui est une société : a) opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union européenne ; ou b) n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou

aucune disposition de la directive *AIFM*. Elles ne sont donc pas soumises à agrément³³ et aux dispositions législatives et réglementaires qui régissent les sociétés de gestion de portefeuille et ne peuvent bénéficier de son régime de « passeport gestion ».

Selon l'AMF, elles sont toutefois « susceptibles d'être impactées par le régime national issu de la transposition de la directive. Par exemple, dans la mesure où il est prévu que tout OPC devra être géré par une société de gestion de portefeuille, les sociétés de gestion de FCC devront se transformer en sociétés de gestion de portefeuille et demander un agrément selon la procédure et les modalités prévues dans l'instruction n° 2008-03 »³⁴. Pour l'heure, les sociétés de gestion de portefeuille d'organismes de titrisation mentionnées au I de l'article L. 214-167 du Code monétaire et financier sont régies par le titre I de la partie III du règlement général de l'AMF.

18. Par ailleurs, l'article 3, paragraphe 1, de la directive *AIFM* transposé à l'article L. 532-9, III, du Code monétaire et financier, pose une « dérogation de groupe ». Il prévoit que les gestionnaires qui gèrent exclusivement un ou plusieurs FIA dont les seuls investisseurs sont le gestionnaire lui-même ou les filiales de ce gestionnaire, ou les entreprises dont le gestionnaire est la filiale, ou d'autres filiales de ces entreprises, à la condition qu'aucun de ces investisseurs ne soit lui-même un FIA ne sont pas soumis à agrément ni aux dispositions qui régissent les sociétés de gestion de portefeuille.

Le second alinéa de l'article L. 532-9, III, prévoit que ces gestionnaires sont néanmoins soumis à agrément et aux dispositions législatives et réglementaires qui régissent les sociétés de gestion de portefeuille lorsqu'ils gèrent un ou plusieurs FIA listés au II de l'article L. 214-24, à savoir les FIA ouverts à des investisseurs non professionnels, les FIA ouverts à des investisseurs professionnels, les fonds d'épargne salariale et les organismes de titrisation. Ces gestionnaires et leurs FIA indépendamment, qu'ils soient en dessous ou au-dessus des seuils, ne sont pas soumis aux dispositions issues de la directive *AIFM* des paragraphes 1 (procédure de commercialisation), 3 (évaluation), 4 (information) et 5 (participation et contrôle) de la sous-section 1 (dispositions communes) de la section II du chapitre IV du titre I^{er} du livre II du Code monétaire et financier.

Ils n'ont pas la possibilité d'opter pour l'application de la directive *AIFM*. Cela pourrait causer quelque

difficultés pratiques si les parts ou actions d'un FIA se situant au-dessus des seuils devaient être transférées à un tiers tout en permettant au gestionnaire de conserver la gestion du FIA. Dans ce cas la cession devrait s'effectuer sous la condition suspensive que le gestionnaire obtienne l'agrément AIFM préalablement à la cession.

B. Le double agrément AIFM et OPCVM

19. La directive *OPCVM* avait déjà prévu la possibilité pour les sociétés de gestion de gérer d'autres organismes de placement collectif que des OPCVM³⁵. Inversement, la directive *AIFM* prévoit qu'un gestionnaire agréé au titre de cette directive peut également être autorisé à gérer des OPCVM (art. 6, § 2). En ce cas, la société de gestion française gérant des OPCVM et des FIA devra être agréée pour la gestion de ces deux types de placements collectifs.

20. Il convient d'observer que même si l'agrément *AIFM* n'est pas requis³⁶, la gestion de FIA sera mentionnée dans le dossier d'agrément et sera également précisée dans le projet de nouvelle grille d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ci-dessous :

A. Activité de gestion		C. Véhicule autorisé		F. Société de gestion de portefeuille	
1. OPCVM		a) Gestionnaire ou délégué des fonds de la Directive OPCVM		b) Gestionnaire ou délégué des fonds de la Directive AIFM qui agit pour l'application de la Directive AIFM	
2. FIA		a) Gestion de FIA au sens de la Directive n° 2011/61/UE (Directive AIFM)		b) Gestionnaire en dessous des seuils et ne souhaitant pas opter pour l'application de la Directive AIFM	
3. Mandats		a) Gestionnaire ou FIA agissant sous régime dérogatoire		b) Gestionnaire ou FIA agissant sous régime dérogatoire	
4. Mandats		a) Gestionnaire ou FIA agissant sous régime dérogatoire		b) Gestionnaire ou FIA agissant sous régime dérogatoire	

21. Lorsqu'elles sont agréées au titre des deux directives *OPCVM* et *AIFM*, les sociétés de gestion de portefeuille doivent appliquer cumulativement les réglementations des deux agréments, sauf disposition contraire³⁷. On constatera qu'actuellement et sous réserve de clarification à venir de la part du régulateur, les régimes se cumulent et rares sont les sujets sur lesquels le régulateur a donné préséance à un régime plutôt qu'un autre en cas de conflit de normes, ou a proposé une application distributive de celles-ci. La rémunération est l'un des cas où le régulateur a précisé que les règles issues de la directive *AIFM* au sujet de la rémunération ne

de ses sociétés associées, ainsi qu'il ressort de son rapport annuel ou d'autres documents officiels.

33 Elles n'ont pas non plus à être enregistrées par l'AMF, v. position AMF n° 2013-22, « Questions-réponses relatives à la transposition en droit français de la directive AIFM », 18 nov. 2013, I.3.

34 AMF, « Directive AIFM, Guide AIFM Société de gestion », avr. 2013, p. 11.

35 L'article 6 de la directive n° 2009/65/CE précise que « Les activités de la société de gestion doivent se limiter à la gestion d'OPCVM agréés au titre de la présente directive, ce qui n'exclut pas la possibilité de gérer par ailleurs d'autres organismes de placement collectif qui ne relèvent pas de la présente directive [...] » ; v. *supra*, n° 8.

36 V. *supra*, n° 15 à 18.

37 Le II de l'article 316-2 du livre III du règlement général de l'AMF précise que « sauf dispositions contraires, une société de gestion de portefeuille agréée conformément à la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 et agréée conformément à la directive 2011/61/UE Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 doit appliquer cumulativement le titre I^{er} et le titre I^{er} bis du présent livre. Une instruction de l'AMF précise les conditions d'application du présent II. » La mise à jour de l'instruction n° 2008-03 encore en projet devrait nous fournir un certain nombre d'éléments à ce sujet.

s'appliquent qu'à l'activité de la gestion de FIA et non pas aux autres activités de la société de gestion³⁸.

22. Lorsqu'elles bénéficient du double agrément AIFM et OPCVM, les sociétés de gestion de portefeuille peuvent faire usage de leur double passeport intra-européen conformément aux règles posées par chacune des deux directives transposées. Si l'étendue matérielle de leur passeport n'est cependant pas identique selon le volet de l'agrément obtenu OPCVM et AIFM, les activités de gestion de FIA et d'OPCVM peuvent être valablement « passeportées » l'une comme l'autre sur le fondement des passeports attachés respectivement à chacune des directives. Le double agrément ne soulève sur ce point aucune difficulté. Il n'en va pas de même pour les services d'investissement qui pourraient être exercés à titre dérogatoire en application de l'un ou l'autre agrément.

II. Les sociétés de gestion de portefeuille et les services d'investissement

23. Au nombre des services d'investissement définis par la directive *MIF* transposée figurent, entre autres, la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, le conseil en investissement, la réception-transmission d'ordres et l'exécution d'ordres sur instruments financiers. Ces services d'investissement peuvent être offerts par les sociétés de gestion de portefeuille dans le cadre d'un agrément unique OPCVM, AIFM, ou *MIF* (A), mais également sous un double agrément (B). La possibilité d'offrir ces services en libre établissement et en libre prestation de services sur une base transfrontalière soulève des difficultés selon la portée de l'agrément obtenu.

A. Les services d'investissement exercés sous agrément unique

24. Les agréments uniques OPCVM (1), AIFM (2) et *MIF* (3) permettent aux sociétés de gestion de portefeuille d'offrir certains services d'investissement.

1. L'agrément OPCVM et les services d'investissement

25. L'article 6, paragraphe 3, de la directive prévoit, qu'à titre dérogatoire, les États membres peuvent autoriser les sociétés de gestion à fournir le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers, encore appelé gestion individuelle de portefeuille, lorsque les portefeuilles comportent un ou plusieurs instruments énumérés à l'annexe I, section C de la directive n° 2004/39/CE (*MIF*) et, en tant que services auxiliaires, le conseil en investissement, ainsi que la garde

et l'administration de parts d'OPC gérés par un autre gestionnaire³⁹. En tant qu'exception, cette liste est d'interprétation stricte. Un agrément doit être obtenu de l'AMF pour ces « autres activités ou services » additionnels⁴⁰ figurant dans la grille d'agrément.

La position-recommandation AMF n° 2012-19 intégrait dans cette liste, parmi les activités ouvertes aux sociétés de gestion de type I placées sous le régime de la directive *OPCVM* : la commercialisation d'OPC tiers (aujourd'hui OPCVM/FIA), le conseil en investissement, la gestion de mandats d'arbitrage en unités de compte⁴¹ et autres (conseil en immobilier⁴², conseil en haut de bilan, activité de courtage en assurance⁴³). Ces activités se voient appliquer les règles de bonne conduite de la directive *MIF* (art. 2, § 1, art. 12, 13, et 19) par renvoi de l'article 6, paragraphe 4, de la directive *OPCVM*.

26. En revanche, une société de gestion de portefeuille ne peut en aucun cas, sur le fondement de la directive *OPCVM*, fournir exclusivement les services autorisés à titre dérogatoire (gestion individuelle et services auxiliaires ; art. 6, § 3, dernier al.). Le cœur de l'agrément OPCVM résidant dans l'activité de gestion collective de portefeuille (OPCVM), un agrément gestion de portefeuille pour compte de tiers et de services auxiliaires uniquement est un agrément relevant de la directive *MIF*⁴⁴. De même, la société de gestion ne peut-elle fournir les services auxiliaires (conseil en investissement et garde-administration des parts d'OPC) sans être autorisée pour la gestion individuelle (art. 6, § 3, dernier al.). Ainsi, une société de gestion d'OPCVM ne peut-elle offrir uniquement le conseil en investissement.

27. Par ailleurs, les sociétés de gestion qui se placent sous le régime de la directive *OPCVM* ne peuvent fournir à titre auxiliaire d'autres services d'investisse-

39 Il convient d'observer que les sociétés de gestion de portefeuille ne sont pas dépositaires des actifs mais autorisées à assurer la tenue de la liste des porteurs de parts ou actions de leurs OPCVM (gestion du passif).

40 V. déjà avant la réforme de 2013, position-recomm. AMF n° 2012-19 – Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille, 18 déc. 2012, 1.2, p. 4.

41 Les souscripteurs d'un contrat d'assurance vie en unités de compte peuvent en effet confier à une société de gestion de portefeuille, via un mandat, la possibilité, « au gré d'arbitrages, de modifier de façon discrétionnaire en leur nom et pour leur compte la répartition des primes versées initialement retenue » (position-recomm. AMF n° 2012-19, 1.6, p. 11). Selon l'AMF, un tel mandat n'est pas constitutif du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, car les unités de compte n'étant pas des instruments financiers, l'AMF demande néanmoins que la société de gestion de portefeuille s'engage à appliquer à cette activité des règles d'organisation et de bonne conduite identiques à celles applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

42 L'AMF précise que la gestion de mandats civils notamment en immobilier ou pour sélectionner des créances peut être exercée si elle s'inscrit dans le prolongement de son activité principale (position-recomm. AMF n° 2012-19, 1.6, p. 11).

43 L'AMF souligne que cette activité peut être exercée dès lors qu'il s'agit d'une forme de commercialisation d'OPC. Accessoire, elle doit s'inscrire dans le prolongement de l'activité de la société de gestion (v. position-recomm. AMF n° 2012-19, 1.6, p. 12).

44 V. *infra*, n° 32 et s.

38 Position AMF, n° 2013-22, 2.4.

ment au sens de la directive *MIF* et, en particulier, celui de réception-transmission d'ordres (RTO) ou celui d'exécution d'ordres pour le compte de tiers, lesquels sont situés hors champ de la directive OPCVM. La collecte des ordres de souscription/rachat de parts d'OPCVM qu'elle gère s'inscrit dans le cadre de l'activité de commercialisation d'OPC, relevant de l'annexe II de la directive *OPCVM*⁴⁵.

28. Les services d'investissement autorisés peuvent être « passeportés », car les dispositions de la directive *OPCVM* relatives à la liberté d'établissement et à la libre prestation de services couvrent l'ensemble des activités de la société de gestion pour lesquelles elles ont obtenu leur agrément, dont les services d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et/ou de conseil en investissement (Dir. n° 2009/65/CE, 13 juill. 2009, art. 16, § 1).

2. L'agrément AIFM et les services d'investissement

29. À l'instar de la directive *OPCVM*, la directive *AIFM* prévoit en son article 6, paragraphe 4, qu'à titre dérogatoire, les États membres peuvent autoriser un gestionnaire externe de FIA à fournir les services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (gestion individuelle ; art. 6, § 4, pt. a), ainsi que des services auxiliaires (art. 6, § 4, pt. b) comprenant : le conseil en investissement, la garde et l'administration pour des parts ou actions d'organismes de placement collectif et, à la différence de l'agrément OPCVM, la réception et transmission d'ordres portant sur des instruments financiers. En tant qu'exception cette liste est d'interprétation stricte. La règle est transposée à l'article 317-7 du règlement général de l'AMF.

Ces activités se voient appliquer les règles de la directive *MIF* par renvoi de l'article 6, paragraphe 6, de la directive *AIFM*⁴⁶ (règles d'organisation et de bonne conduite applicables à ces services)⁴⁷.

Un gestionnaire interne (une société d'investissement autogérée) ne pouvant avoir d'autres activités que les activités de gestion interne de ce FIA visées à l'annexe I (art. 6, § 3), il ne peut donc fournir des services d'investissement.

30. Le gestionnaire externe n'est cependant pas autorisé, sur le fondement de la directive *AIFM*, à fournir exclusivement les services à titre dérogatoire (gestion individuelle et services auxiliaires ; art. 6, § 5 a). Il ne peut guère être autorisé à fournir des services auxiliaires sans être autorisé pour la gestion individuelle

(art. 6, § 5 b). Ces deux règles sont identiques à celles applicables aux gestionnaires d'OPCVM⁴⁸. Un gestionnaire de FIA ne peut être autorisé à fournir exclusivement les activités visées à l'annexe I, point 2, à savoir l'administration du FIA, la commercialisation, ainsi que les activités liées aux actifs d'un FIA. Enfin, il ne peut fournir les services visés à l'annexe I, point 1, a) (gestion de portefeuille), sans fournir également ceux visés à l'annexe I, point 1, b) (gestion des risques), ou inversement.

31. Le passeport européen « acteur » ne bénéficie qu'aux sociétés de gestion intégralement soumises à la directive *AIFM*. Toutefois, elles ne peuvent faire usage du passeport unique AIFM pour l'exercice, sur une base transfrontalière, des services d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, de réception-transmission d'ordres et/ou de conseil en investissement dans l'État membre du FIA qu'elles vont gérer. Le chapitre VI de la directive ne se réfère qu'à la commercialisation et à la gestion de FIA (dir. n° 2011/61/UE, art. 31 et s.) Cette règle diffère de celle qui découle de l'agrément unique « gestion d'OPCVM »⁴⁹. Elles ne peuvent pas non plus solliciter par ailleurs un agrément au titre de la directive *MIF*⁵⁰.

3. L'agrément unique « gestion de portefeuille pour compte de tiers »

32. Aux termes de l'article L. 532-9, I, du Code monétaire et financier, « les sociétés de gestion de portefeuille sont les entreprises d'investissement qui, fournissent, à titre principal, le service d'investissement mentionné au 4 de l'article L. 321-1 ou qui gèrent un ou plusieurs [OPCVM ou FIA] » de ce même code. Un agrément unique « gestion de mandats de gestion » (agrément A3) peut donc être accordé à une société de gestion de portefeuille pour le service d'investissement « gestion de portefeuille pour compte de tiers » au sens de la directive *MIF* (Dir. n° 2004/39/CE, 21 avr. 2004, Annexe I, sect. A) transposée (C. mon. fin., art. L. 321-1 4°), c'est-à-dire la gestion individuelle de portefeuille ou gestion sous mandat. La société de gestion est alors pleinement soumise aux dispositions de la directive *MIF* transposée pour cette activité. La soumission au régime de cette directive l'autorise en outre, sous réserve d'en être agréée, à offrir comme services la réception transmission d'ordres, la commercialisation d'OPCVM/FIA et le conseil en investissement.

33. Selon l'article 6, paragraphe 8 de la directive *AIFM*, « les entreprises d'investissement agréées au titre de

45 Position-recomm. AMF n° 2012-19, 1.2, p. 4.

46 L'article 6, paragraphe 6 de la directive *AIFM* prévoit, à l'instar de la directive *OPCVM*, que « L'article 2, paragraphe 2, et les articles 12, 13 et 19 de la directive 2004/39/CE s'appliquent à la fourniture, par les gestionnaires, des services visés au paragraphe 4 du présent article ».

47 C. mon. fin., art. L. 533-10 et s. et L. 533-11 et s.

48 V. *supra*, n° 26.

49 V. *supra*, n° 28.

50 V. *infra*, n° 39 et s.

la directive n° 2004/39/CE et les établissements de crédit agréés au titre de la directive n° 2006/48/CE ne sont pas tenus d'obtenir un agrément au titre de la [directive AIFM] pour pouvoir proposer des services d'investissement, tels que la gestion individuelle de portefeuille en rapport avec des FIA. Toutefois, les entreprises d'investissement ne peuvent proposer, directement ou indirectement, des parts ou des actions de FIA à des investisseurs établis dans l'Union, ou placer ces parts ou actions auprès d'investisseurs établis dans l'Union, que dans la mesure où les parts ou actions peuvent être commercialisées conformément à la [directive AIFM] ».

34. Les sociétés de gestion bénéficiant d'un agrément unique pour la gestion de portefeuille pour compte de tiers peuvent bénéficier du passeport acteur offert par la directive MIF pour exercer en libre établissement ou libre prestation de services, telle que transposée aux articles L. 532-18 et suivants du Code monétaire et financier : la gestion de portefeuille pour compte de tiers, le conseil en investissement et la réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers.

Le formulaire précisera la liste des services d'investissement et services auxiliaires – dont le conseil aux entreprises dit « haut de bilan » – pouvant être fournis dans le cadre du passeport. Ainsi, une société de gestion relevant de la directive MIF n'ayant pas opté pour l'application de la directive AIFM et gérant une société d'investissement *via* un mandat de gestion pourrait être autorisée à bénéficier du passeport au titre de la directive MIF, à défaut de pouvoir faire usage d'un passeport au titre de la directive AIFM.

35. L'agrément MIF visé ci-dessus qui recouvrirait celui de la société de gestion de type 2 devrait être (sous réserve de la confirmation de l'AMF dans la prochaine mise à jour de son instruction n° 2008-03) désormais appliqué aux cas suivants :

- cas du gestionnaire gérant des FIA par nature à savoir les FIA énumérés au II de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier dont la valeur des actifs est inférieure aux seuils fixés par l'article R. 532-12-1 de ce code : ce gestionnaire devra faire une demande d'agrément de société de gestion pour la gestion de FIA conformément au II de l'article L. 532-9 de ce code. Il n'est pas fait référence dans la grille de l'AMF à la MIF mais plutôt à la définition de FIA au sens de l'AIFM ;

- cas du gestionnaire gérant des « Autres FIA » dont la valeur des actifs est inférieure aux seuils fixés par l'article R. 532-9 du Code monétaire et financier et dont les porteurs de parts ou les actionnaires sont des non-professionnels : ce gestionnaire devra faire une demande d'agrément de société de gestion identique à celle mentionnée dans le cas ci-dessus ;

- cas du gestionnaire gérant des FIA par nature mentionné au II de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier dont les seuls investisseurs sont le gestionnaire lui-même ou les filiales de ce gestionnaire, ou les entreprises dont le gestionnaire est la filiale, ou d'autres filiales de ces entreprises, à la condition qu'aucun de ces investisseurs ne soit lui-même un FIA : ce gestionnaire devra faire une demande d'agrément de société de gestion pour la gestion de FIA en faisant référence au régime dérogatoire « groupe ».

Ces personnes morales ne peuvent bénéficier du passeport AIFM pour les activités de gestion au sens de l'annexe I de la directive. Elles peuvent en revanche bénéficier d'un passeport MIF pour les services d'investissement de réception-transmission d'ordres pour le compte de tiers, de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement, à condition d'être agréées pour ces services conformément à la directive MIF. Ces sociétés de gestion de portefeuille (à l'exclusion de celles agréées au titre de la dérogation groupe⁵¹) sont partiellement soumises à l'AIFM (notamment aux obligations d'information prévues dans le règlement délégué (UE) n° 231/2013 tel que prévu à l'article 311-1 A, VI du règlement général de l'AMF) et sont donc essentiellement soumises aux dispositions figurant au titre I^{er} du livre III du règlement général de l'AMF. Les gestionnaires de ces trois catégories de gestionnaires ne seront donc pas tenus de se conformer aux dispositions issues de la directive AIFM figurant aux paragraphes 1 (procédure de commercialisation), 3 (évaluation), 4 (information) et 5 (participation et contrôle) de la sous-section 1 (dispositions communes) de la section II du chapitre IV du titre I^{er} du livre II du Code monétaire et financier. En revanche, ils devront respecter l'ensemble des règles d'organisation et de bonne conduite applicables aux services pour lesquels ils ont reçu l'agrément.

B. Les services d'investissement et le double agrément

36. L'une des questions les plus épineuses de la transposition de la directive AIFM en relation avec la possibilité d'offrir sur une base transfrontalière des services d'investissement réside dans la validité et la portée des doubles agréments OPCVM-AIFM (1) et AIFM-MIF (2).

1. Le double agrément OPCVM et AIFM

37. Lorsque la société de gestion de portefeuille a obtenu un double agrément OPCVM et AIFM, elle peut, dans la limite de la portée de son autorisation,

⁵¹ V. *supra*, n° 18.

offrir au titre des deux agréments, les services de gestion de portefeuille pour compte de tiers, ainsi que les services auxiliaires de conseil en investissement et de garde-administration des parts d'OPC. Elle peut en outre, sur le fondement du volet « agrément AIFM », prester le service de réception-transmission d'ordres dans son État membre d'origine.

38. En revanche, seul l'un des volets du double agrément, celui de « gestion d'OPCVM » permet d'exercer la gestion individuelle et les activités auxiliaires permises par la directive *OPCVM* sur une base transfrontalière en application du passeport européen. En effet, seules les dispositions de la directive *OPCVM* et non celles de la directive *AIFM* relatives au passeport couvrent l'ensemble des activités de la société de gestion, dont les services d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et/ou de conseil en investissement⁵². Aussi, les sociétés de gestion qui entendent exercer une activité de gestion individuelle ou d'autres services auxiliaires autorisés sur une base transfrontalière auront-elles intérêt à le faire au titre du double agrément. L'activité de réception-transmission d'ordres ne peut cependant être exercée sur une base transfrontalière, à défaut d'être couverte par la directive *OPCVM* et de pouvoir être « passeportée » sur le fondement de l'agrément AIFM.

2. Le non-cumul des agréments AIFM et MIF

39. La directive *AIFM* ne prévoit pas la possibilité de cumuler les agréments AIFM et MIF⁵³. La Commission européenne dans son FAQ publié en mars 2013 a précisé sans ambiguïté qu'une société de gestion agréée au titre de la directive *AIFM* ne peut être agréée conformément à la directive MIF⁵⁴. Il n'est donc pas non plus possible de cumuler les trois agréments OPCVM, FIA et MIF.

40. Le non-cumul des agréments AIFM et MIF trouve ses prolongements sur le terrain des activités « passeportables ». La société de gestion de portefeuille agréée au titre de la directive *AIFM* sera attentive au fait que le passeport dont elle peut bénéficier porte uniquement sur la commercialisation de FIA et/ou la gestion de FIA, à l'exclusion des services d'investissement qu'elle est autorisée à fournir dans son État d'origine. À la différence de la directive *OPCVM*⁵⁵, la directive *AIFM* ne prévoit de passeport que pour la gestion et la commercialisation de FIA (chapitre VI). Ce point a été rappelé par la Commission européenne⁵⁶. Dans son « Guide AIFM sur les sociétés de gestion » publié en avril 2013, l'AMF réitérera la position de la Commission et se considère obligée de refuser tout usage du passeport intra-européen pour l'exercice des services d'investissement aux sociétés de gestion qui ne bénéficient que d'un agrément au titre de la directive *AIFM*⁵⁷.

41. Compte tenu des difficultés et des interrogations que suscite une telle lecture de la directive *AIFM* par la Commission européenne, certains régulateurs semblent avoir décidé d'adopter une autre démarche. Nous citerons le cas de la FCA⁵⁸ qui, au début de l'été a fait part de sa position d'intégrer les activités d'investissement définies au paragraphe 4 de l'article 6 de la directive *AIFM* dans la demande de passeport et de permettre ainsi leur exercice dans les autres États membres – sous réserve que ces derniers l'acceptent.

42. Une telle différence de traitement entre OPCVM et AIFM et l'interdiction de cumul d'agrément AIFM et MIF pourrait avoir un impact sur toute l'organisation d'une société de gestion dite de type 2 et relevant de la directive *MIF*, y compris sur l'activité de ses succursales européennes le cas échéant, dans le cas, par exemple, où les actifs sous gestion des FIA qu'elle gère

52 V. *supra*, n° 28 et 31.

53 V. AMF, « Guide AIFM. Société de gestion », préc., p. 22.

54 March 2013 EU – Question / May credit institutions and MiFID firms apply for authorisation as an AIFMD? Does the Directive stipulate that (1) they are not required to obtain an authorisation but that they could do so on a voluntary basis or (2) that the Directive effectively prohibits credit institutions and MiFID firms from applying for authorisation as an AIFM? Answer: AIFMD does not allow AIFMs to engage in banking or MiFID activities except for the ones listed in Article 6(4). Hence, an AIFM authorisation would be incompatible with an authorisation for a credit institution or for the MiFID firm. / Relevant provisions: Article 6(4) of Directive 2011/61/EU / Question / Can an AIFM provide the services listed in Article 6(4) via a separate restricted MiFID license? / Answer: No, an AIFM may be authorized to provide the services listed in Article 6(4) only via the AIFMD license. The permissible scope of an AIFM's authorization is laid down in Article 6 AIFMD which foresees the conditions for taking up activities as AIFM and Annex I. By way of derogation from the general prohibition for an AIFM to engage in activities other than those foreseen in the Annex I and the management of UCITS Article 6(4) foresees the possibility for an AIFM to be authorized for the provision of a limited number of other services. Article 6(4) is part of the provisions dealing with authorization under the AIFMD. As it contains an exemption to the general rule it has to be interpreted narrowly.

55 V. *supra*, n° 28.

56 Is the AIFMD passport regime also applicable to the activities mentioned under Article 6(4) of the AIFMD, i.e. may such activities be passported under the AIFMD? If the latter is the case, is the AIFM also allowed to provide these MiFID-tasks to retail clients? [...] Answer / No. Different than in the UCITS Directive the AIFM passport only applies to management and marketing activities. The rights of cross-border provision of AIFM services are determined in Chapter VI of the AIFMD (Articles 31-33), which only refer to the marketing and management of AIFs by EU AIFMs in the Union.

57 AMF, « Guide AIFM, Sociétés de gestion », préc., p. 22.

58 "The position of the FCA, in accordance with the approach agreed with HM Treasury, is that an AIFM authorised to provide MiFID services should be able to exercise its single market rights by passporting those services to other EEA States. We consulted on this basis in CP13/09 and have prepared our draft application forms for AIFMs accordingly. We intend to carry out requests from authorised full scope UK AIFMs to notify the supervisory authority of another EEA State that the firm intends to provide services under Article 6(4) in that Host State. However, such firms should be aware of the risk that the Host State authority may refuse the notification, having regard to the Commission's opinion." (Extrait du site de la FCA – <http://www.fca.org.uk/firms/markets/international-markets/aifmd/latest-news#1>).

venaient à dépasser de façon non temporaire les seuils fixés à l'article R. 532-12-1 du Code monétaire et financier. Dans ce cas, un agrément AIFM deviendrait nécessaire mais la succursale ne pourrait plus bénéficier du passeport MIF et donc un nouvel agrément dans l'État concerné devrait être effectué.

43. Il faut espérer que lors de la révision de la directive *AIFM* ou que la Commission puisse intervenir au plus vite pour corriger cette situation et permettre, à l'instar de la directive OPCVM, que toutes les activités autorisées au titre de la directive *AIFM* puissent également être « passeportables ».

FIA immobiliers : le véritable renouveau des SCPI ^{110z3}

Stéphanie SAINT-PÉ

Directrice des affaires juridiques et fiscales de l'ASPIM (Association française des sociétés de placement immobilier)

La transposition de la directive *AIFM* a été l'occasion d'une réforme de fond concernant les SCPI, qui ont vu leur régime aligné sur celui des autres fonds d'investissements alternatifs. En tant que FIA à part entière, ces produits collectifs, atypiques par la composition de leur actif, sont devenus compétitifs grâce à un toilettage de leur réglementation, adapté aux nouvelles règles de gestion, de fonctionnement et de commercialisation posées par la directive. De ce fait, de nouvelles contraintes apparaissent, parmi lesquelles la désignation d'un dépositaire et l'obligation de se conformer à l'ensemble des règles applicables à ces nouveaux fonds labellisés que sont les FIA.

La transposition de la directive *AIFM*¹ en droit français a été l'occasion d'une refonte de l'ensemble des règles relatives à la gestion des fonds d'investissements dits alternatifs. C'est par voie d'ordonnance² en date du 25 juillet dernier que cette directive a été transposée dans le Code monétaire et financier. Désormais, il existe bel et bien deux mondes dans la gestion collective d'actifs : les fonds dits UCITS, aujourd'hui dénommés OPCVM et régis par la directive *UCITS*³, et les autres fonds, dits d'investissement alternatif, ou FIA, et régis par la directive *AIFM*.

Cette redéfinition du paysage de la gestion collective, parce qu'elle est révolutionnaire, a entraîné un grand nombre de réformes de fond pour certains véhicules qui ont été, par voie de conséquence, attirés dans le champ des fonds d'investissements au même titre que d'autres véhicules financiers. C'est particulièrement le cas pour les SCPI, qui se sont vues cataloguées comme des véhicules collectifs d'investissement alternatif, alors qu'ils n'étaient jusqu'à présent que des véhicules immobiliers, source d'épargne pour les ménages souvent traités comme un parallèle à une démarche d'investissement immobilier direct.

L'investissement dans une SCPI n'est donc plus un placement immobilier mais un investissement financier, qui suit les mêmes règles que les autres investissements dans des *hedge funds*, des fonds à vocation générale ou des fonds de capital-risque. C'est dire le véritable changement de paradigme de ces produits. Dans ce cadre, les SCPI ont donc pu bénéficier d'une véritable opération de toilettage de leur régime, en

ligne avec les grands principes que l'on retrouve dans la gestion financière classique.

Cette occasion de réformer le corpus de règles applicables aux SCPI a été la bien venue, en apportant plus de contrôle et de sécurisation des investissements. Ces FIA sont devenus compétitifs par rapports aux autres possibilités d'investissement dans des fonds de gestion collective.

Ainsi, les FIA immobiliers, c'est-à-dire essentiellement les SCPI et les OPCI, sont devenus des produits compétitifs aux yeux des acteurs et surtout des investisseurs, qui peuvent désormais rivaliser avec les autres catégories de fonds d'investissements alternatifs grâce à cette modernisation.

Mais, au-delà des nouveautés générales de la directive applicables à tout gérant de FIA et à tout FIA, telles que les règles sur les fonds propres des sociétés de gestion, les obligations de *reporting* ou encore l'encadrement des rémunérations des salariés notamment, les SCPI ont spécifiquement vu leur modèle réformé de façon majeure, tant au plan de la gestion que du fonctionnement et des investissements.

I. Une réforme de la gestion des SCPI

A. La désignation d'un dépositaire obligatoire

L'article 21 de la directive et ses textes de transposition (voir particulièrement l'article L. 214-24-4 du Code monétaire et financier) en droit français imposent la désignation d'un dépositaire unique pour tous les FIA. Ceci inclut bien entendu les SCPI. Il s'agit là d'un véritable changement car jusqu'à présent, ces véhicules ne disposaient pas d'un tel acteur. Ainsi, au plus tard le 22 juillet 2014, toutes les SCPI devront avoir désigné un dépositaire.

À cela, une souplesse est prévue à l'article 33 de l'ordonnance de transposition en son paragraphe III : tous

1 Dir. n° 2011/61/UE, 8 juin 2011 et Règl. délégué n° 231/2013/CE, 19 déc. 2012.

2 Ord. n° 2013-676, 25 juill. 2013, modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs : JO 27 juill. 2013.

3 Dir. n° 2009/65/CE, 13 juill. 2009, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : JOUE 17 nov. 2009.

les FIA de type fermé au sens de la directive (c'est-à-dire, n'offrant pas une possibilité de rachat au moins une fois par an et à un prix hors frais de rachat, qui ne varie pas significativement par rapport à la valeur nette d'inventaire établie au moment du rachat⁴) et ne procédant plus à aucun investissement depuis la date de publication de ladite ordonnance peuvent continuer d'être gérés sans recours à un dépositaire⁵. Il s'agit ici de l'application de certaines mesures transitoires permettant l'application de la clause de grand-père à ce type de FIA. Ce sont particulièrement les SCPI dites « fiscales » de type Borloo, Robien et autres Scellier qui peuvent bénéficier de cet assouplissement. Une telle logique se comprend puisqu'il s'agit là de produits dont la gestion est extinctive, passive et qui ne sont pas des véhicules preneurs de risques.

Dans ce contexte, et hors cette exception, la désignation d'un dépositaire est obligatoire, que la SCPI soit au-dessus ou en-dessous des seuils fixés par la directive. Le *level playing field* est donc appliqué sur ce point.

La mission de ce nouvel acteur est à la fois de suivre de manière adéquate les flux de liquidités (et notamment ceux en relation avec les investissements et les souscriptions des investisseurs), de conserver les actifs et certifier annuellement l'inventaire et enfin de contrôler la régularité des décisions de la SCPI et de la société de gestion.

Finalement le rôle du dépositaire dans une SCPI sera très proche de celui dévolu au dépositaire d'OPCI. Toutefois, parce qu'il s'agit d'une disposition nouvelle, les sociétés de gestion devront mettre en place une convention ainsi qu'un flux d'information permettant au dépositaire de remplir ses obligations. Il faut ici noter que dans le cadre de sa mission de conservation des actifs de la SCPI, le dépositaire voit sa mission étendue au contrôle des immeubles détenus indirectement par l'intermédiaire de sociétés non cotées⁶. Cette règle de transparence risque d'être délicate à appréhender.

B. L'affichage des commissions élargi

La directive AIFM permet également une meilleure protection des investisseurs et celle-ci se manifeste notamment par une meilleure information notamment en termes de frais et commissions.

Ainsi, jusqu'à présent, les souscripteurs de parts de SCPI ne connaissaient pas à l'avance l'ensemble des frais qui étaient prélevés en cours de vie lorsqu'ils souscrivaient dans une SCPI. En effet, la note d'information ne mentionnait que les frais liés à la rémunération

de la société de gestion assise sur les loyers notamment ainsi que les commissions de souscription. En revanche, les frais liés à l'arbitrage des actifs immobiliers ainsi que la commission liée aux travaux étaient votés au cas par cas en assemblée générale le moment venu et n'étaient pas affichés *a priori*.

À l'instar de ce qui se fait sur les OPCVM, il est désormais demandé aux sociétés de gestion d'afficher *a priori* la commission d'arbitrage relative à l'achat et à la vente des actifs immobiliers qu'elles entendent prélever ainsi que la commission sur le suivi et le pilotage des travaux sur le patrimoine immobilier, permettant ainsi d'informer préalablement les souscripteurs de l'ensemble des frais qu'ils pourront supporter en cours de vie. Il s'agit bien d'une véritable augmentation de la transparence des frais qui est ici prévue, dans l'esprit de nombre de textes depuis quelques années.

C. L'adoption d'un statut de société de gestion de portefeuille

Jusqu'à maintenant, certaines sociétés de gestion ne géraient que des SCPI et n'étaient donc pas agréées par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille, qualité réservée aux sociétés de gestion gérant notamment des OPCVM ou des OPCI. La directive AIFM vient réformer cette règle puisque désormais, toute structure gérant des FIA doit adopter le statut de société de gestion de portefeuille au sens de l'article L. 532-9 du Code monétaire et financier.

C'est une obligation supplémentaire pour un certain nombre de sociétés gérant des SCPI, et la procédure en la matière est plus lourde que le seul passage simplifié du statut de société de gestion de portefeuille à celui de société de gestion de FIA. En effet, autant la procédure de bascule au statut d'AIFM (*Alternative investment fund manager*), lorsque la société de gestion est déjà agréée par l'AMF au titre de l'article L. 532-9, est simplifiée par l'AMF : l'envoi d'un simple bulletin-réponse et une revue de la grille d'agrément sont seulement nécessaires pour devenir AIFM, à la condition bien entendu de respecter les nouvelles règles prévues par les textes ; autant la procédure retenue pour les sociétés gérant purement des SCPI est plus complexe puisqu'il s'agit alors de déposer un dossier complet d'agrément en tant que société de gestion de portefeuille comme le prévoit le cadre classique de l'instruction AMF n° 2008-03, et ce avant le 22 juillet 2014. Pendant la période transitoire courant du 22 juillet 2013 au 22 juillet 2014, certes une SCPI pourra toujours être gérée par une société de gestion ne disposant pas de l'agrément AIFM, mais à la seule restriction que ledit véhicule ne puisse pas être commercialisé à d'autres investisseurs que français. Si la société de gestion n'est pas agréée AIFM, autrement dit, elle ne

4 V. la définition proposée dans le projet de standards techniques de niveau 3 de l'ESMA, en date du 13 août 2013, n° 2013/ESMA/1119.

5 Et sans même respecter aucune disposition de la directive car ils sont considérés par l'AMF comme hors champ.

6 V. Régl. délégué n° 231/2013/CE, art. 90.5.

pourra pas utiliser le passeport commercialisation, ni même le passeport société de gestion.

En outre, il faut noter que certains assouplissements ont été prévus, comme par exemple le fait que si les SCPI gérées par la société sont toutes des SCPI fermées, n'investissant plus à compter de la date de publication de l'ordonnance de transposition (voir ci-avant), alors il n'est pas nécessaire que la société de gestion devienne AIFM.

De même, si la société de gestion gère des FIA dont le montant global des actifs reste en-dessous des seuils fixés par la directive, il ne sera pas nécessaire qu'elle bascule au statut AIFM sauf à ce qu'elle choisisse d'opter pour se soumettre de son propre chef à la directive.

Il faut ici souligner que le fait de devenir société de gestion de FIA permettra aux gérants de SCPI de bénéficier de certains avantages majeurs accordés par la directive : c'est la possibilité essentiellement d'ouvrir ces véhicules à l'international tant sur le passif, en offrant la possibilité de souscription à des nouveaux investisseurs étrangers grâce au « passeport commercialisation », mais aussi sur l'actif, en ouvrant le patrimoine des SCPI à la détention, directe ou indirecte, d'immeubles localisés hors de France. C'est aussi la possibilité pour les sociétés de gestion de pouvoir utiliser le passeport « société » qui permettra à ces dernières d'exercer leur activité hors de France en gérant des véhicules localisés eux aussi, le cas échéant, hors de nos frontières. Il était donc temps de moderniser le produit pour que ces avantages profitent pleinement aux acteurs et aux investisseurs.

Dans le même ordre d'idée et au-delà de la gestion même des SCPI, un autre grand pan de réforme a été mis en place sur le volet du fonctionnement et des investissements de ces véhicules pour les rendre encore plus standards dans le nouveau monde de la gestion de FIA.

II. Une réforme du fonctionnement et des investissements des SCPI

Le toilettage des SCPI passe notamment par un élargissement de l'objet social de ces véhicules qui permettra de développer des stratégies d'investissement plus innovantes et efficaces en termes de rendement notamment. Il passe aussi par une réforme des ratios de travaux, une simplification du régime des augmentations de capital, une facilitation du fonctionnement du marché secondaire et une amélioration du fonctionnement social de ces FIA particuliers.

A. L'élargissement de l'objet social des SCPI

L'objet social des SCPI était jusqu'à maintenant très restrictif puisqu'elles ne pouvaient pas investir dans d'autres actifs que des immeubles détenus en direct en vue de leur location. L'ordonnance de transposition de la directive, depuis le 25 juillet dernier, a permis d'assouplir les règles en matière d'investissement et donc de composition de l'actif des SCPI, en leur permettant notamment d'acquérir de manière indirecte des immeubles, y compris en l'état futur d'achèvement, en vue de leur location. C'est encore ici le signe de la normalisation des SCPI en tant que véhicule d'investissement alternatif. Il était en effet nécessaire de leur offrir des possibilités d'investissement se rapprochant de leur *alter ego* immobilier que sont les OPCI. Ainsi, ces nouvelles règles prévoient désormais que l'actif de la SCPI peut comprendre les éléments suivants, conformément à l'article L. 214-115 du Code monétaire et financier :

- des immeubles construits ou acquis en vue de la location et les droits réels portant sur de tels biens. On trouve ici la nouveauté de la possibilité d'investir dans des droits réels. Il faut également noter qu'un ratio spécifique a été créé concernant les terrains nus, qui sont limités à 10 % de la valeur vénale du patrimoine immobilier ;
- des parts de sociétés de personnes non cotées à prépondérance immobilière, dont les associés répondent du passif social au-delà de leurs apports et à la condition, conformément à l'article R. 214-156 du Code monétaire et financier, que l'actif de ces sociétés soit principalement constitué d'immeubles acquis ou construits en vue de leur location ou de droits réels sur de tels biens, de créances résultant de leur activité principale, d'avances en comptes courants consenties, de dépôts et de liquidités ou encore d'instruments financiers non admis sur un marché réglementé ;
- de parts ou actions de SCPI, d'OPCI ou d'organismes de droit étranger ayant un objet équivalent, dans la limite de 10 % de la valeur vénale du patrimoine immobilier de la SCPI ;
- de dépôts à terme ou à vue ; et
- d'instruments financiers à caractère liquide et autres actifs et créances d'exploitation.

Cette évolution des règles de composition de l'actif des SCPI est ainsi la bienvenue, car ces dernières vont désormais pouvoir structurer leurs investissements en recourant à la détention de parts de SCI, qui pourront composer jusqu'à 100 % de leur actif.

Si l'on couple cette avancée avec la possibilité d'utiliser le passeport de commercialisation qui est offerte aux SCPI comme à tout FIA, alors ces produits ont de beaux jours devant eux. Il sera en effet désormais

possible de s'inscrire dans un véritable plan d'exportation de ces véhicules dont les règles se rapprocheront désormais bien plus des autres fonds immobiliers concurrents en Europe.

B. La gestion du patrimoine améliorée

Une plus grande flexibilité a par ailleurs été introduite au niveau de la gestion des travaux ainsi qu'au niveau des cessions d'actifs.

Ainsi les SCPI peuvent désormais procéder à des travaux de toute nature, conformément à l'article L. 214-114 du Code monétaire et financier, alors qu'ils étaient jusqu'à présent limités aux travaux d'amélioration, agrandissement et reconstruction, et ce dans une limite plus favorable puisque les plafonds ont été rehaussés à hauteur de 15 % par exercice de 12 mois de la valeur vénale du patrimoine pour les travaux d'agrandissement et de reconstruction, contre 10 % précédemment (v. C. mon. fin., art. L. 214-157).

Il faut noter que cette limite de 15 % peut être prorogée sur un exercice supplémentaire d'une part, et d'autre part, il est également possible de déroger à cette limite pour des travaux de reconstruction totale ou partielle en cas de force majeure ou de changement de réglementation de construction.

Notons enfin qu'à l'occasion de cette extension de l'autorisation de réalisation de travaux, la société de gestion pourra percevoir une commission de suivi et de pilotage de la réalisation des travaux sur le patrimoine immobilier, comme mentionnée précédemment.

Par ailleurs, en matière de cession, la durée minimale de détention des actifs immobiliers par une SCPI a été réduite de 6 à 5 années, conformément à l'article R. 214-157, 3, a), du Code monétaire et financier. Il est, aujourd'hui, également possible de procéder à des cessions d'immeubles avant cette échéance dans la limite annuelle de 2 % de la valeur vénale du patrimoine immobilier figurant au bilan du dernier exercice clos. Enfin, il faut noter que cette durée de détention ne s'applique pas pour les actifs détenus de manière indirecte par une société non contrôlée (v. C. mon. fin., art. L. 214-156, II), au sens du Code de commerce, ou lors de la cession de parts, d'actions ou de droits de SCPI, d'OPCI ou d'organismes de droit étranger.

C. Les augmentations de capital simplifiées

Les augmentations de capital d'une SCPI étaient jusqu'à présent très réglementées puisque le texte applicable prévoyait qu'une augmentation de capital devait être souscrite et son produit investi à hauteur de 75 % minimum en actifs nouveaux avant de pou-

voir procéder à une nouvelle augmentation de capital. Ce texte était handicapant car les possibilités d'investissements étaient très cadrées et ne permettaient que très peu de souplesse dans leur gestion.

Ce n'est désormais plus le cas puisque l'ordonnance de transposition de la directive a supprimé l'ancien article L. 214-64 du Code monétaire et financier qui disposait précédemment : « Il peut être procédé à une augmentation de capital si les trois quarts au moins de la valeur des souscriptions recueillies lors de la précédente augmentation ont été investis ou affectés à des investissements en cours de réalisation, conformément à l'objet social tel qu'il est défini à l'article L. 214-50.

Les sociétés régies par les dispositions de l'article L. 231-1 du Code de commerce peuvent créer des parts nouvelles si les trois quarts au moins de la collecte nette des douze derniers mois sont investis ou affectés à des investissements en cours de réalisation, conformément à l'objet social tel qu'il est défini à l'article L. 214-50. ».

Cet allègement des contraintes en la matière permettra ainsi une gestion plus dynamique des investissements de la SCPI, lui permettant de rivaliser plus facilement avec les autres FIA.

D. Le fonctionnement du marché secondaire facilité

Les dispositions relatives à l'organisation du marché secondaire prévoyaient expressément qu'il n'était pas fixé de durée de validité des ordres de cessions de parts de SCPI. Le livre IV du règlement général de l'AMF a introduit, dans son article 422-205, une durée de validité d'un an applicable aux ordres de vente. L'associé ayant donné ou transmis l'ordre de vente devra simplement être informé au préalable de l'expiration de l'ordre par la société de gestion, ou l'intermédiaire le cas échéant, et, sur sa demande expresse, pourra ainsi en proroger le délai. Il faut ici noter que, en tout état de cause, la prorogation de l'ordre de vente ne devrait pas avoir d'incidence sur la priorité d'exécution de l'ordre.

Cette nouveauté est intéressante car le marché secondaire des SCPI est très développé, dans la mesure où beaucoup de ces véhicules sont des structures à capital fixe, ne permettant pas le rachat par la SCPI des parts que les associés voudraient céder. La société de gestion intervient ici comme un teneur de marché sans pour autant apporter une quelconque garantie de liquidité. Encadrer le fonctionnement du marché secondaire est donc une bonne chose, structurante et utile, permettant ainsi de pouvoir gérer les ordres inscrits dans le carnet d'ordres plus efficacement que par le passé.

E. Le fonctionnement social des véhicules amélioré

Le fonctionnement social des SCPI a également été réformé afin de lui apporter, encore une fois, plus de souplesse, permettant ici une normalisation des SCPI par rapport au fonctionnement des autres FIA. Ainsi, l'article L. 214-107 du Code monétaire et financier a d'abord permis de pouvoir consulter les associés par écrit, « sous réserve que la participation des associés respecte les conditions de quorum sur première convocation d'une assemblée générale ».

Mais surtout, l'ancien article L. 214-72 du Code monétaire et financier a été supprimé, entraînant, par voie de conséquence, la suppression de l'obligation d'obtenir une autorisation de l'assemblée générale ordinaire pour les décisions d'échange, d'aliénation ou de constitution de droits réels portant sur le patrimoine immobilier de la société. C'est dire que le fonctionnement des SCPI sera manifestement plus souple, de nature à donner toute latitude à la société de gestion pour dynamiser au mieux les investissements et leurs arbitrages, dans le respect de l'intérêt des porteurs dont elle est le garant.

Par ailleurs, la désignation des membres du conseil de surveillance est simplifiée puisque dorénavant, une seule résolution suffira pour désigner l'ensemble de ses membres. Cette résolution unique comportera donc une liste des noms des candidats et un seul vote suffira pour désigner les membres du conseil, les candidats élus étant ceux ayant recueilli le plus grand nombre de voix dans la limite du nombre de postes à pourvoir. Les SCPI ont ainsi bénéficié d'une refonte de leur régime afin de leur permettre de jouer sur un même pied d'égalité avec les autres FIA. Ces véhicules sont

désormais bien implantés dans le paysage des OPC, et traités comme des fonds d'investissement plus classiques. Il était temps, pourrions-nous dire car à côté des FIA à vocation générale, les SCPI faisaient figure de parent pauvre de la gestion collective, ne disposant pas des mêmes règles pour protéger les investisseurs et surtout pas des mêmes opportunités de gestion dynamique et innovante. C'est chose faite grâce à la directive AIFM.

Mais les SCPI ne sont pas les seuls véhicules immobiliers qui ont bénéficié d'une modernisation à l'occasion de la transposition de cette directive. Les OPCI ont également été réformés, plus à la marge certes dans leur ensemble, sauf une modification majeure qu'est l'alignement, dans un esprit de rationalisation des produits, des anciens OPCI grand public sur le régime des anciens OPCI à règles de fonctionnement allégées sans effet de levier, dits OPCI RFA SEL. Ce « nouveau » produit dénommé simplement OPCI, par distinction avec les OPCI professionnels, bénéficie désormais d'un régime plus souple et mieux adapté pour dynamiser sa politique d'investissement. En effet, les ratios ont été assouplis, les modalités de souscription et de rachat améliorées par la possibilité de créer des parts de *carried interest*, des *gates*, des *lock up* longs et enfin les possibilités de créer des classes de parts ont été élargies. Autant dire que les FIA immobiliers ont bien pris le tournant de la directive en profitant de cette occasion pour se moderniser dans un souci permanent de protection de l'investisseur et de dynamisation des investissements. Nous sommes bel et bien sur la voie royale d'un label européen des fonds immobiliers, qui ne pourra que permettre un plus grand développement de ces produits en France mais surtout à l'international.