

16 septembre 2009

Position de l'AMF concernant la gestion des conflits d'intérêts dans les sociétés de gestion de portefeuille gérant des OPCV

Depuis l'homologation du règlement général de l'AMF en date du 15 mai 2007 rendant opérationnel le dispositif réglementaire relatif à la gestion d'OPCV, l'AMF a instruit plus d'une vingtaine de dossiers de demande d'agrément de société de gestion de portefeuille souhaitant gérer ce type de véhicule immobilier non coté. Les premiers agréments ont été délivrés en juin 2007.

Conformément aux engagements pris dans le cadre de sa démarche pour une meilleure régulation et dans le but d'accompagner les acteurs dans leurs projets, l'AMF entend, par le présent article, poursuivre la diffusion de sa doctrine, concernant plus particulièrement les modalités d'encadrement et de gestion des conflits d'intérêts inhérents aux activités de gestion immobilière et aux organisations de certains groupes qui combinent en leur sein des activités immobilières pour compte propre et la gestion pour compte de tiers.

L'objectif de ce document est de mettre en exergue les principaux sujets de conflits d'intérêts rencontrés à l'occasion de l'examen des dossiers, et de présenter les dispositifs retenus afin que ces conflits d'intérêts soient évités ou gérés et que, en tout état de cause, ils ne puissent pas nuire aux intérêts des investisseurs dans l'OPCV ou des clients de la société de gestion de portefeuille.

Ce document a vocation à servir de référence aux acteurs, confrontés à des situations similaires, en vue d'adapter leur organisation et dispositif de contrôle. Il s'articule autour des 5 grands thèmes les plus fréquemment rencontrés, à savoir le positionnement du dirigeant « partagé », l'origine des cibles d'investissement¹ commun à plusieurs entités, les modalités de répartition des cibles entre plusieurs sociétés ou véhicules d'investissement, la sélection des intermédiaires susceptibles d'intervenir dans la gestion d'un OPCV et les modalités de prise de décision d'investissement.

Il convient de préciser que les situations particulières relatées ci-après ne sont nullement représentatives de l'ensemble des dossiers instruits par les services de l'AMF. Néanmoins, les solutions qui ont été adoptées dans ces cas individuels pourront aider les autres sociétés de gestion à identifier et traiter dans leur organisation des conflits d'intérêts qui se révéleraient proches ou similaires.

1 - DIRIGEANT « PARTAGE » :

1-1- Dirigeant partagé entre une société ayant une activité de gestion pour compte propre et une autre société ayant une activité de gestion pour le compte de tiers

Risques pour les investisseurs

Le dirigeant « partagé » est dans une position qui ne lui permet pas d'arbitrer en toute indépendance entre les intérêts de l'activité pour compte propre et ceux pour compte de tiers. Il existe donc un risque qu'il privilégie l'intérêt du compte propre au détriment de celui du compte de tiers.

¹ Il s'agit de la recherche de cibles d'investissement, le mot « sourcing » étant plus communément utilisé.

Illustrations :

Cas 1 - Le compte propre souhaite se séparer d'un bien qu'il n'arrive pas à vendre au prix souhaité sur le marché parce qu'il le surévalue. Le bien est alors acheté par la société à ce prix (trop cher) pour le compte d'un véhicule géré pour compte de tiers.

Cas 2 - Un bien est identifié. Il entre à la fois dans la stratégie de gestion de véhicules gérés pour compte propre et pour compte de tiers. Le bien est attribué de manière discrétionnaire au véhicule de gestion pour compte propre, entraînant de fait une perte d'opportunité pour le véhicule géré pour compte de tiers

Orientation

Le principe :

Sous réserve de l'examen des cas particuliers, une telle situation impose de supprimer le conflit d'intérêts en nommant des dirigeants distincts dans la société ayant des activités pour compte propre et celle ayant des activités pour compte de tiers. Ainsi la décision ne se concentrera pas sur une seule personne.

Illustration :

L'AMF a refusé des schémas dans lesquels un dirigeant envisageait d'être opérationnel et partagé entre deux structures, l'une ayant une activité de gestion pour compte propre du Groupe et l'autre ayant des activités pour compte de tiers. En effet, dans un tel schéma, il n'y a pas de confrontation possible des points de vue pour arbitrer un conflit d'intérêts, compte tenu de la double fonction du dirigeant.

1-2 - Dirigeant partagé entre deux sociétés ayant une activité de gestion pour compte de tiers régulée ou non

Risques pour les investisseurs

Le dirigeant « partagé » est dans une position qui ne lui permet pas d'arbitrer en toute indépendance entre les intérêts des investisseurs tiers des différentes structures. Il existe donc un risque qu'il privilégie l'intérêt de certains investisseurs au détriment des autres.

Illustrations :

Cas 1 - Une cible peut intéresser un véhicule géré par chacune des sociétés et engendrer ainsi un conflit d'intérêts.

Cas 2 - Le dirigeant peut avoir un intérêt à privilégier la clientèle d'un fonds plutôt qu'un autre et ainsi encourager l'achat par le fonds non privilégié d'un immeuble vendu par le fonds privilégié à un prix trop élevé.

Orientation

Le principe :

Le schéma privilégié est celui de la mise en œuvre de stratégies distinctes entre les différents véhicules pour éviter les conflits d'intérêts. Lorsque ce schéma n'est pas retenu, il semble que la meilleure pratique soit de replacer le conflit d'intérêts au sein d'un seul des deux structures de telle sorte qu'il puisse être géré en application d'une

politique de gestion des conflits d'intérêts unique et connue des investisseurs. Une telle « internalisation » du conflit d'intérêts peut s'opérer soit, en ayant uniquement une entité de gestion (fusion des entités existantes) soit, en organisant la gestion des véhicules de l'une des entités par l'autre.

Nous attirons cependant l'attention des sociétés sur les options choisies. Elles doivent effectivement rester vigilantes car aucun des schémas envisageables ne permet de supprimer totalement le risque de conflits d'intérêts.

Illustrations :

L'AMF a accepté le partage d'un dirigeant entre une société de gestion française investissant en France et une société de gestion étrangère investissant exclusivement dans ce pays étranger, avec un second dirigeant présent à temps plein dans la structure. En effet, dans ce schéma il n'existe pas de conflit d'intérêts lié à la répartition des cibles, les cibles situées dans ce pays étranger revenant à la société étrangère et les cibles françaises à la société française.

Ceci peut être le cas également lorsque les sociétés investissent dans des cibles qui ont des caractéristiques différentes : nature, valeur, zone géographique ...

A l'inverse, le Collège a formulé un certain nombre de réserves sur un schéma dans lequel un dirigeant était partagé entre une société de gestion de portefeuille et une structure gérant des véhicules immobiliers non réglementés par l'AMF bien que les sociétés aient des équipes de recherche d'opportunités d'investissement distinctes, et aient mis en place des procédures strictes interdisant notamment les transferts entre véhicules gérés par les deux sociétés et encadrant la commercialisation des différents produits. En effet, le Collège a considéré qu'il était souhaitable de privilégier une solution simple consistant à nommer des dirigeants distincts plutôt que de maintenir un dirigeant unique et de mettre en place une procédure de gestion des conflits d'intérêts d'une application lourde pouvant entraîner des risques d'application imparfaite. Ces remarques ont en conséquence conduit la société à revoir le schéma présenté initialement.

Dans un certain nombre de dossiers, les sociétés sont arrivées à la conclusion que le schéma le plus simple était la fusion des différentes structures de gestion.

2- ORIENTATION DES CIBLES D'INVESTISSEMENT :

2-1 – Les cibles sont proposées à la vente par d'autres sociétés du groupe ayant notamment des activités de promotion immobilière et de marchands de biens

Risques pour les investisseurs

Le risque pour l'investisseur est que la société de gestion privilégie l'intérêt du groupe sur celui des investisseurs lors de l'acquisition par les véhicules gérés d'immeubles provenant du groupe, et notamment des activités de marchands de biens ou de promotion immobilière.

Illustration :

Le groupe d'appartenance de la société de gestion dispose de sociétés ayant des activités de marchands de biens ou de promotion immobilière susceptibles de proposer à la vente, des biens de toute nature et de toute taille.

Le conflit d'intérêts réside dans le risque qu'un OPCI achète un bien surévalué, mal situé ou difficilement cessible ou encore un bien qui n'entre pas exactement dans la stratégie du fonds

en provenance des activités susvisées au détriment de l'intérêt des porteurs. En effet, la société dans ce cadre servirait l'intérêt des filiales de son groupe d'appartenance ayant une activité de marchands de biens ou de promotion immobilière avant celui des porteurs de l'OPCI.

Orientation

Le principe :

Ces ventes doivent être exclues ou encadrées par des règles strictes mises en œuvre par la société de gestion.

Ces règles doivent imposer un certain niveau de diversification des sources, qui permet de s'assurer que l'OPCI agit effectivement au bénéfice exclusif des souscripteurs, libre de tout conflit d'intérêts lorsqu'il recherche et acquiert des cibles.

En dehors du cadre des OPC I RFA EL, l'AMF considère qu'il existe un risque élevé de non-respect de ces principes lorsqu'une part significative des investissements est réalisée dans des cibles proposées à la vente par d'autres sociétés du groupe. Une telle situation pourra amener les services de l'AMF à effectuer des diligences complémentaires.

Illustration :

Afin de gérer les conflits d'intérêts et permettre une autonomie et une indépendance de chacune des activités du groupe, la pratique la plus simple est d'exclure purement et simplement du champ d'investissement de l'OPCI les cibles provenant de ces activités.

Néanmoins, certains dossiers ont maintenu la possibilité de procéder à ce type de transaction. L'AMF attire l'attention des sociétés de gestion sur la vigilance particulière dont elles doivent faire preuve dans l'hypothèse où elles souhaiteraient conserver cette possibilité. En effet, ces sociétés devront être en mesure de prouver que cette transaction a été décidée dans l'intérêt des porteurs de l'OPCI et qu'elle a été réalisée dans des conditions de valorisation adaptées (ex : évaluation d'experts indépendants, information des investisseurs).

Par ailleurs, s'ajoute à cette analyse la notion de proportion des cibles provenant du groupe dans les véhicules. En effet, comme évoqué ci-dessus, l'AMF considère qu'au delà de 20%, il existe des doutes sérieux sur le respect du principe de primauté des intérêts des investisseurs.

Néanmoins, s'agissant des OPC I RFA EL, il semble que la clientèle, jugée plus avertie, est plus à même d'appréhender le risque lié à un approvisionnement en cibles d'investissement provenant majoritairement du groupe. Dans ce cadre, dès lors que le porteur est clairement informé du risque découlant de ce schéma par le prospectus, l'AMF ne s'opposera pas au schéma qui sera réalisé sous l'entière responsabilité de la société de gestion de portefeuille.

2-2 – Les cibles proviennent des autres véhicules ou mandats gérés pour le compte de tiers par la société de gestion de portefeuille:

Risques pour les investisseurs

Le risque pour l'investisseur est que la société de gestion procède à des transferts d'immeubles entre véhicules gérés en privilégiant l'intérêt d'un véhicule par rapport à l'autre.

Illustration :

Il peut arriver qu'un OPCI ait un besoin urgent de liquidités, pour faire face à un rachat important par exemple. Le gérant peut se retrouver alors dans l'obligation de vendre rapidement un immeuble qu'il a en portefeuille. Il peut être tenté, s'il ne trouve pas rapidement preneur sur le marché, de faire acquérir le bien par un autre OPCI géré par la société.

L'intérêt qui prime dans ce type de transaction n'est pas l'intérêt des porteurs de l'OPCI acheteur mais bien celui de la société qui doit gérer un problème de liquidité pour le compte de l'OPCI cédant.

Le risque pour l'investisseur de cet OPCI est que cet immeuble soit acheté trop cher par rapport à sa valeur réelle, ou acheté dans une période non porteuse, ou encore que ce bien ne corresponde pas exactement à la stratégie de l'OPCI dans lequel il est investi.

Orientation

Le principe :

L'exclusion ou l'encadrement strict de ce type de transfert peut permettre de préserver l'intérêt des porteurs d'OPCI.

Illustration :

La pratique la plus rencontrée est de créer des fonds ayant des stratégies qui ne se recoupent pas pour éviter qu'un immeuble puisse intéresser plusieurs véhicules.

Dans le cas contraire, des règles strictes doivent être mises en place au sein de la société pour gérer les éventuels conflits d'intérêts.

L'AMF attire alors l'attention des sociétés de gestion sur la vigilance particulière dont elles doivent faire preuve. En effet, comme dans le cas précédent, ces sociétés devront être en mesure de prouver que cette transaction est dans l'intérêt des porteurs de l'OPCI et qu'elle est réalisée dans des conditions de valorisation adaptée (ex : évaluation d'experts indépendants, information des investisseurs).

La société doit également faire preuve d'une vigilance accrue lorsque la cession permet d'apporter une solution à un problème rencontré par l'OPCI cédant (résolution d'un problème de liquidité par exemple) ou pour l'OPCI acheteur (nécessité d'augmenter l'exposition immobilière pour respecter certains ratios...).

3- REPARTITION DES CIBLES :

Risque pour les investisseurs

Le risque pour l'investisseur est que la répartition des cibles entre les différents véhicules soit faite de manière arbitraire et privilégie une activité (compte propre/compte de tiers) ou un véhicule au détriment d'un autre.

Illustrations :

Cas 1 - Dans les groupes, la recherche de cibles d'investissement est souvent organisée de façon concentrée, une seule équipe est en charge de cette recherche pour toutes les sociétés. Dans ce cadre, le risque que l'on souhaite éviter est une répartition des cibles favorisant une société au détriment d'une autre, cette dernière devenant le réceptacle des seules cibles restantes, moins attractives.

Cas 2 - On pourrait rencontrer également un conflit d'intérêts lorsqu'une société gère à la fois des mandats « loi Hoguet », des véhicules étrangers et des OPCV ayant des activités qui se recoupent. En effet, sans règles de répartition clairement définies entre les véhicules, il existe un risque d'affectation arbitraire.

Orientation

Le principe :

Les cibles d'investissement doivent être réparties selon un processus simple fondé sur des critères clairement identifiés et définis le plus en amont possible de la prise de décision.

Ainsi, la mise en place d'un tel processus de répartition des cibles d'investissement entre les différentes sociétés ou véhicules gérés doit conduire la société de gestion à adapter son organisation en vue de permettre à chacun d'exprimer, en toute indépendance, son intention d'adresser une offre d'acquisition d'une cible déterminée lorsque celle-ci entre dans le périmètre des investissements éligibles.

Le cas échéant, lorsque l'application des critères retenus pour affecter au préalable les cibles d'investissement ne permettent pas de retenir un seul véhicule investisseur, il est recommandé aux sociétés de prévoir un mécanisme, basé sur des critères objectifs et définis en amont, qui déterminerait lequel de ces véhicules sera autorisé à faire une offre. Il s'agira, par exemple, d'un mécanisme de rotation des affectations entre les intervenants intéressés, de tirage au sort, de répartition en fonction des capacités financières de chaque véhicule, de l'âge des véhicules ou des dates limites des périodes d'investissement.

Illustration :

Lorsque l'équipe de recherche de cibles d'investissement est commune à plusieurs entités ou lorsque la société gère plusieurs véhicules ayant des activités qui se recoupent, il est nécessaire de mettre en place une organisation adéquate.

Il s'agira dans le cas d'équipe de recherche commune, de veiller à ce que la société de gestion de portefeuille ait accès à la totalité des opportunités présentées par les équipes de recherche et de mettre en place une politique de gestion et de résolution des conflits d'intérêts permettant la formalisation et le contrôle des règles de répartition des opportunités d'investissement entre les différentes sociétés et les différents véhicules.

Par ailleurs dans le cadre d'un schéma plus classique dans lequel la société dispose de sa propre équipe de recherche de cibles d'investissement mais gère différents véhicules étant susceptibles d'être intéressés par les mêmes cibles, l'AMF veillera à ce qu'une politique de répartition des cibles basée sur des critères objectifs tels que des critères de taille, nature des biens, localisation ou de trésorerie disponible, soit mise en place au sein de la structure.

L'AMF vérifiera également que la société a mis en place un dispositif d'arbitrage dans le cas où ces critères objectifs définis n'auraient pas permis de résoudre les éventuels conflits d'intérêts.

Il sera également nécessaire que l'ensemble du processus soit correctement documenté et fasse l'objet de contrôles au niveau de la société de gestion et du groupe le cas échéant.

4- SELECTION DES PRESTATAIRES FOURNISSANT UN SERVICE IMMOBILIER :

Risques pour les investisseurs

Le risque pour l'investisseur est que la société privilégie la société du groupe fournissant les services dont elle a besoin sans vérifier que celle-ci offre nécessairement le meilleur rapport qualité/prix.

Illustration :

La société de gestion peut effectuer seule le *property management*² ou confier cette prestation à un tiers. Lorsqu'elle sélectionne un prestataire, la société doit s'assurer qu'elle a mis en place un processus de sélection objectif afin de retenir celui qui fournira le service dans les meilleures conditions pour l'OPCI.

En effet, la société peut être tentée de faire au plus simple et de sélectionner le prestataire fournissant cette prestation au sein de son groupe d'appartenance.

Cette sélection ne prend pas alors réellement en compte de critères objectifs de sélection tels que le prix, l'expertise, la notoriété ou la qualité du service mais privilégie bien l'intérêt du groupe d'appartenance.

Orientation

Le principe :

La société doit mettre en place une procédure de sélection des prestataires fondée sur des critères objectifs de sélection et permettant une mise en concurrence. Cette procédure doit également prévoir une réévaluation périodique des prestations fournies (au moins annuelle).

Illustration :

Il se peut que le choix du prestataire du groupe soit plus simple notamment s'agissant de la compatibilité des logiciels utilisés. Néanmoins, la société a l'obligation de vérifier périodiquement que les prestations fournies par le prestataire du groupe sont de qualité et que celles-ci sont réalisées aux conditions de marché.

Néanmoins, s'agissant des OPCIs à règles de fonctionnement allégées avec effet de levier (OPCI RFA EL), il semble que la clientèle jugée plus avertie doit être plus à même d'appréhender le risque lié au recours exclusif à des prestataires appartenant au groupe. Dans ce cadre, dès lors que le porteur est clairement informé du risque découlant de ce schéma *via* le prospectus du fonds, l'AMF ne s'opposera pas au schéma qui sera réalisé sous l'entière responsabilité de la société de gestion de portefeuille, tout en rappelant les obligations qui lui incombent en termes de suivi et d'évaluation périodique.

5- INDEPENDANCE DE LA DECISION D'INVESTISSEMENT :

Risques pour les investisseurs

² Il s'agit de l'activité de gestion et de mise en valeur des immeubles, l'expression « *property management* » étant plus communément utilisée dans le domaine de l'immobilier.

Le risque pour l'investisseur est que la société soit influencée dans sa décision d'investissement par un investisseur détenant une part significative de l'actif de l'OPCI.

Illustration :

L'organisation mise en place par la société, s'agissant de ses décisions d'investissement doit être de nature à ne pas remettre en cause son autonomie de gestion.

En effet, il peut arriver que dans un OPC I plusieurs catégories d'investisseurs soient représentées et que notamment cohabitent dans le même fonds des investisseurs tels que des entités du groupe d'appartenance de la société de gestion ou des institutionnels ou des investisseurs personnes physiques.

Même si la société reste indépendante dans sa gestion, il arrive qu'un comité consultatif soit mis en place afin de recueillir l'avis des investisseurs sur la cible envisagée. L'avis de ce comité est toujours consultatif et ne lie pas la société aux opinions exprimées mais peut influencer sa décision. Dans ce cadre, le risque est que l'intérêt des personnes fortement représentées dans le comité soit contraire à celui des personnes moins représentées.

Il peut également arriver qu'un investisseur ayant une influence notable en termes d'encours sous gestion propose lui-même un investissement pour l'OPCI. Dans ce cadre, et afin de prévenir le risque de conflit d'intérêts, il est rappelé que toutes les cibles d'investissement doivent suivre le même processus de sélection et de validation au sein de la société de gestion que toute autre opportunité.

Orientation

Le principe :

La société doit s'assurer qu'elle reste totalement indépendante et autonome dans sa prise de décision d'investissement.

Illustration :

Il existe des doutes sérieux quant au respect du principe d'égalité de traitement des porteurs lorsqu'il est mis en place un comité consultatif dans lequel sont représentés les (principaux) actionnaires ou qu'une personne représentant le groupe ou les principaux investisseurs participe au comité de gestion (comité qui prend les décisions de gestion) même si celui-ci ne rend qu'un avis ou que les personnes présentes n'ont qu'une voix consultative. Dans ce cadre, les sociétés devront faire preuve d'une grande vigilance par rapport à ce type de schéma notamment en ce qui concerne les OPC I grand public.

Par ailleurs, s'agissant des OPC I RFA EL, l'AMF pourra, sur la base d'une information adaptée de tous les investisseurs, avoir une position plus souple, la clientèle de ce type d'OPCI étant plus avertie et plus à même de défendre elle-même ses intérêts. En revanche, le principe de l'autonomie et de l'indépendance de gestion devra en tout état de cause être respecté.