



MODIFICATION DU COMOFI – PARTIE OPCVM

Commentaire article par article

La numérotation est celle du Comofi actualisé

Article D.214-1 – Condition de commercialisation des OPC étrangers en France et cotation des OPCVM indiciels

Il s'agit de la reprise des articles 1^{er} et 14 du décret 89-624 qui avaient été « oubliés » lors de la codification. Ces articles traitent de l'introduction sur le territoire français d'OPCVM coordonnés ou non, ainsi que des conditions de cotation des OPCVM indiciels.

A noter que le 1^{er} alinéa de l'article 14 précité avait déjà été repris au II de l'article L.214-1 du Comofi, le Conseil d'Etat ayant estimé que cette disposition (autorisation de commercialisation délivrée par l'AMF) était d'ordre législatif.

Le décret 89-624 est abrogé (art. 5 I du nouveau décret).

Article 214-2-II (article 5 (II) du décret du 6 décembre 2006) – Eligibilité des TCN

En principe, cet article concernant l'éligibilité des titres de créance négociables, inséré dans le décret 2003-1103 du 21 novembre 2003, devait être applicable à compter du 31 mars 2007, après un premier report au 31/12/05.

L'interprétation au niveau européen des conditions d'éligibilité de ces titres aux OPCVM coordonnés n'ayant toujours pas fait l'objet d'une publication officielle, nous avons obtenu un nouveau délai jusqu'au 31/12/2007. Ainsi, jusqu'à cette date et sauf modification du décret dans l'intervalle, les titres de créance considérés précédemment comme « valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé » (Bulletin mensuel COB n° 276 de janvier 1994) et détenus en portefeuille ne voient pas leur statut modifié, notamment les London CD's.

Article R.214-3 - Suppression de l'obligation d'une convention de Place pour les dépôts

L'obligation de soumettre les dépôts à des conditions définies par une convention-cadre approuvée par l'AMF allait au-delà des exigences posées par la Directive européenne de janvier 2002, et l'élaboration de cette convention-cadre s'est en outre avérée impossible. Aussi, cette disposition a-t-elle été supprimée. Seule, une convention écrite entre l'établissement de crédit et la société de gestion est nécessaire.

Article R.214-5 – Investissement en parts d’OPCI

Cet article énumère les instruments financiers éligibles au ratio « autres valeurs ». Il inclut donc désormais les parts d’OPCI (et leurs équivalents étrangers), considérées comme des valeurs mobilières dans l’ordonnance les définissant. Cette disposition entrera en vigueur à la fin du mois qui suivra le mois de la publication des dispositions du RGAMF sur les OPCI.

Article R.214-6 (II) – Exclusion des liquidités dans le calcul du ratio de division des risques des dépôts

Lors de l’élaboration de la directive 2001/108/CE du 21 janvier 2002, l’AFG avait demandé que les dépôts (nouveaux actifs éligibles) et les liquidités ne soient pas sommés pour l’application des règles de division des risques. L’objectif principal était de ne pas défavoriser le dépositaire dans l’allocation des dépôts entre différents établissements (20 % de l’actif maxi sur un même établissement), mais aussi dans l’application du ratio cumulé des risques « émetteurs », « contrepartie » et « dépôts » de 20 % (art. 22 de la directive consolidée). De plus, le caractère volatil du montant des liquidités (dépendant de besoins ponctuels dus aux mouvements de souscriptions/rachats et du timing des investissements), accentuait la contrainte pour le dépositaire si les liquidités étaient comprises dans ces ratios.

Les rédacteurs de la directive avaient tenu compte de notre souhait en ne soumettant pas les liquidités aux ratios précités. Malheureusement, la codification dans le droit français n’avait pas repris cette souplesse. C’est maintenant chose faite.

Le nouveau décret exclut donc définitivement du ratio de 20 % les liquidités qui relèvent, rappelons-le, de la notion d’accessoire (pas plus de 10 % de l’actif selon l’interprétation française).

Article R.214-6 (V) – Application des règles de division des risques dans le ratio « autres valeurs »

Le ratio de dispersion des risques émetteurs est fixé par défaut au niveau législatif par l’article L 214-4 à 5%, mais peut être modifié par voie réglementaire. Dans ce cas, l’exception doit être interprétée limitativement.

Les dispositions actuelles qui dérogent au ratio de dispersion des risques (10% au lieu de 5%) ne visaient que les actifs éligibles à 100 % de l’actif de l’OPCVM mentionnés à l’article R 214-1. Les actifs couverts par l’article R 214-5, ratio « autres valeurs », n’étaient donc pas formellement concernés par cette exception, même si nos Autorités de tutelle avaient bien voulu interpréter de manière souple la lecture de ce ratio. Les organes de contrôle des OPCVM notamment, en l’état actuel de la rédaction du COMOFI, n’étaient en effet pas en mesure d’accepter un ratio de dispersion de 10% sur les actifs dérogatoires.

L’interprétation favorable de nos autorités de tutelle est donc confirmée en droit par cette modification.

Article R.214-9 – Modifications des règles prises en compte des compartiments d'un même OPCVM au regard des ratios

Jusqu'à maintenant, au regard des règles d'application des ratios de dispersion des risques, les compartiments d'un même OPCVM étaient consolidés. Les ratios s'appliquaient donc par OPCVM et non pas par compartiment. Cette règle est modifiée puisque le décret prévoit, en ce qui concerne les règles de répartition des risques émetteurs, que les compartiments d'un OPCVM sont désormais considérés comme des entités distinctes. Pour les ratios d'emprise, la consolidation est maintenue. Ainsi, un « fonds de fonds » pourra être composé de cinq compartiments différents d'un même OPCVM (le ratio de dispersion des risques de 20 % est apprécié par compartiment). En revanche, le ratio d'emprise est consolidé, c'est-à-dire que les cinq compartiments du même OPCVM ne pourront pas représenter ensemble plus de 25 % des parts ou actions de cet OPCVM, l'investissement dans un compartiment pouvant néanmoins représenter plus de 25 % du passif de ce compartiment...

Article R. 214-12 – Garantie et sûreté personnelle

Le décret 89-623 du 6 septembre 1989, avant sa modification du 25 juillet 2005, permettait aux OPCVM de recevoir des sûretés réelles et personnelles (dont les garanties à première demande et les cautions solidaires) afin de réduire leur risque de contrepartie.

La nouvelle rédaction du décret 89-623, issue du décret du 2005-875 du 25 juillet 2005 et depuis codifiée, encadre de manière restrictive la possibilité de recevoir des garanties en ne visant que les remises en pleine propriété de titres, effets, créances, contrats ou sommes d'argent ou la constitution de sûretés sur ces biens ou droits.

Or les OPCVM, notamment ceux « garantis ou assortis d'une protection du capital et/ou de performance », recevaient fréquemment des établissements de crédit des sûretés personnelles, garanties devenues interdites depuis l'été 2005 par une lecture stricte des textes en vigueur.

La modification du 1^{er} alinéa de l'article R.214-12 rectifie cette anomalie et permet donc aux OPCVM de recevoir des cautions solidaires ou garanties à la première demande.

Article R.214-14 - Suppression du plafond de 20 % des opérations de crédit pouvant être réalisées entre un OPCVM et un établissement dont la société de gestion est filiale

Ce ratio de 20%, applicable en permanence, avait été mis en place malgré l'opposition de l'AFG, pour prévenir deux dérives à notre avis contradictoires : la banque favoriserait l'OPCVM de la société de gestion filiale, en ne l'assignant pas en cas de défaut ; elle le défavoriserait en lui vendant de mauvais crédits.

Nous avons indiqué à l'époque à nos autorités que ce ratio était injustifié et défavorable à la gestion française.

Injustifié, car il existe dans les textes une batterie de dispositions visant à prévenir les conflits d'intérêts entre la société de gestion et son actionnaire (art. L. 533-11, L. 214-3, art. R.214-19 du Comofi, l'instruction AMF Titre VI et le règlement de déontologie de l'AFG).

Défavorable, car ce ratio contraignant n'est pas prévu par la Directive européenne consolidée du 20 décembre 1985 alors que dans le même temps le recours aux dérivés de crédit a été validé par les travaux du CESR, repris par la Commission européenne. En outre, cette disposition, purement nationale, intervient alors que les grandes banques françaises sont performantes sur ce marché.

Ce ratio est supprimé. L'intervention des OPCVM sur les dérivés de crédit est ainsi facilitée par cette mesure, ainsi que par la récente décision de l'AMF d'assouplir les exigences d'analyse crédit de la SGP (communiqué de presse du 16 octobre 2006).

Article R.214-24 (II) – Dépositaire des OPCVM maître / nourriciers

La lecture de cet article avant la modification pouvait laisser croire que lorsque l'OPCVM s'interdit toutes interventions sur les marchés à terme, le dépositaire ne peut pas être celui du maître, ce qui n'était pas bien entendu dans l'intention des rédacteurs du décret.

La nouvelle rédaction précise bien que, en cas d'intervention sur les marchés à terme, le dépositaire du maître est **nécessairement** celui du nourricier, ce qui n'exclut pas un tel schéma en l'absence d'intervention sur les marchés à terme.

Article R.214-29 – Investissement des OPCVM ARIA en parts d'OPCI

Pour les OPCVM à règles d'investissement allégées, avec ou sans effet de levier, l'investissement en parts d'OPCI reste limité à 10 % de l'actif de l'OPCVM, même si le ratio « autres valeurs » est à 50 %. De même, le ratio d'emprise reste à 25%.

Article R. 214-30 – OPCVM ARIA : application des règles de division des risques au sein du ratio « autres valeurs » et assouplissement du ratio d'emprise

(I-2) - La règle de division des risques émetteurs (ratio de 35 %) est étendue aux actifs détenus au titre du ratio « autres valeurs ».

(III) – La réglementation des OPCVM ARIA permet de mettre en place une structure de multigestion à vocation générale. Les professionnels nous ont indiqué que cette structure était utilisée notamment pour créer des fonds de fonds « maison », et permettait ainsi, en spécialisant les OPCVM cibles dans une gestion particulière, de réaliser des économies d'échelle tout en proposant des combinaisons multiples de gestion aux investisseurs. Toutefois, le ratio d'emprise de 35 % prévu dans cet article gênait le montage de certains professionnels, alors que s'agissant de fonds cibles « maison », l'intérêt de « l'actionnaire minoritaire », client de la société de gestion, ne pouvait être ignoré, tant pour des raisons réglementaires que commerciales.

Le décret porte le ratio d'emprise à 50 % si les fonds cibles sont dédiés ou réservés à une catégorie d'investisseurs définie par le Règlement général de l'AMF.

Article R. 214-32 – OPCVM ARIA EL : investissement en parts d'OPCI

Même modification qu'à l'article R.214-29.

Article R.214-33 – OPCVM ARIA EL : application des règles de division des risques au sein du ratio « autres valeurs » et assouplissement du ratio d’emprise

(I-2) - Même modification qu’à l’article R.214-3 (I-2)

(III) – Même modification qu’à l’article R.214-32 – III

Article R.214-36 (I 6°) – Investissement des OPCVM d’OPC alternatifs en parts et actions d’un OPC nourricier

Les OPCVM d’OPC alternatifs pourront désormais investir jusqu’à 100% de leur actif, sous réserve des règles de division des risques les concernant (règle des 5/10/40), en parts et actions d’OPC nourriciers.

Dans le cas d’un investissement dans un OPC nourricier étranger, c’est l’OPCVM maître qui devra répondre aux 13 critères « AMF ». Rappelons à ce sujet qu’une discussion est engagée avec l’Autorité pour assouplir certains d’entre eux.
