

OPCVM - Frais de gestion variables avec créances d'égalisation et frais de souscription différés

Les OPCVM Agrés à Règles d'Investissement Allégées (ARIA)¹ et les OPCVM contractuels constituent deux nouveaux véhicules d'investissement permettant aux investisseurs d'accéder à tous les types de gestion alternative directe, dans un cadre sécurisé "on shore" et non plus uniquement au travers de ceux :

- compatibles avec les contraintes réglementaires des OPCVM de droit français classiques ;
- mises en œuvre au sein de fonds étrangers "off shore" peu ou pas régulés ("hedge funds").

L'objet du présent article est de décrire une méthode innovante de rémunération des gestionnaires en fonction de la performance de l'OPCVM. Cette nouvelle méthode de rémunération est compatible avec le cadre réglementaire applicable à ces nouvelles catégories d'OPCVM.

Il existe deux grandes types de méthodes de calcul et de prélèvement de frais de gestion variables au sein des OPCVM français comme des fonds de droit étranger. Ils ont pour objectif commun de préserver l'égalité des porteurs, mais reposent sur des concepts différents :

Première méthode : calcul des frais de gestion variables en fonction de la performance de l'OPCVM.

Lorsque le fonds enregistre une performance ou une surperformance², des frais de gestion variables sont versés à la société de gestion. Ce schéma repose sur :

- le provisionnement³ de frais de gestion variables lors de l'établissement de chaque valeur liquidative ;
- le paiement⁴ du montant de frais de gestion variables ainsi provisionnés.

Seconde méthode : calcul des frais de gestion variables en fonction de la performance dont bénéficie chaque porteur.

Cette méthode implique un suivi individualisé de la performance réelle de chaque souscription⁵, afin de calculer les frais de gestion variables correspondants.

¹ Les OPCVM ARIA sont de trois types :

- Les OPCVM de fonds alternatifs (investissant dans d'autres fonds alternatifs).
- Les OPCVM ARIA sans effet de levier ou simples (dérogation portant essentiellement sur les ratios de dispersion des risques et d'emprise).
- Les OPCVM ARIA à effet de levier (dérogation pour les ratios de dispersion des risques et d'emprise et mise en œuvre d'un effet de levier supérieur).

² Cette performance ou surperformance est calculée par rapport à une valeur liquidative de référence et sur une période définie, supérieure ou égale à un an.

³ Si la valeur liquidative baisse, une reprise sur provisions est alors effectuée.

⁴ En pratique, il s'agit :

- d'une reprise de provisions au profit de la constatation d'une dette de l'OPCVM vis-à-vis de la société de gestion ;
- d'un paiement de cette dette, qui peut intervenir après la clôture de la période considéré ou postérieurement.

⁵ Ceci implique qu'un porteur souscrivant à deux valeurs liquidatives différentes verra ses deux souscriptions suivies de manière différenciées et individualisées.

La première méthode est la seule actuellement mise en œuvre par les OPCVM français. Son principal avantage réside dans sa simplicité de calcul et de mise en œuvre. Elle présente néanmoins l'inconvénient d'introduire, dans certains cas, une inégalité résiduelle entre les porteurs.

Par exemple et de manière simplifiée, tout investisseur entrant au plus haut dans un OPCVM où une commission de performance est provisionnée "perd moins" en cas de baisse de la valeur liquidative, car il bénéficie d'une atténuation du fait de la réduction de la provision, alors même que son investissement n'a pas contribué à la constitution de cette provision. A l'inverse, tout investisseur entrant dans un OPCVM au plus bas⁶ est favorisé et bénéficie, en cas de hausse de la valeur liquidative, d'une performance non diminuée de la dite provision.

La 2nde méthode apporte une réponse à cet inconvénient, au prix d'une complexité notablement accrue. Elle existe aujourd'hui à l'étranger, notamment dans les fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative.

Le présent article décrit un exemple de schéma correspondant à la seconde méthode. Cet exemple expose également les conditions dans lesquelles les OPCVM de droit français peuvent recourir à un tel schéma et, de manière plus générale, à cette méthode.

Le schéma présenté diffère des méthodes existant à l'étranger sur quelques modalités techniques, afin de tenir compte des spécificités du droit français. Il repose, en plus des éléments décrits pour la première méthode, sur des paiements réalisés directement par les porteurs. Il est appelé : " Schéma de frais de gestion variables avec créances d'égalisation et commissions de souscription conditionnelles différées liées à la performance ".

I. PRINCIPES DE FONCTIONNEMENT DU SCHÉMA

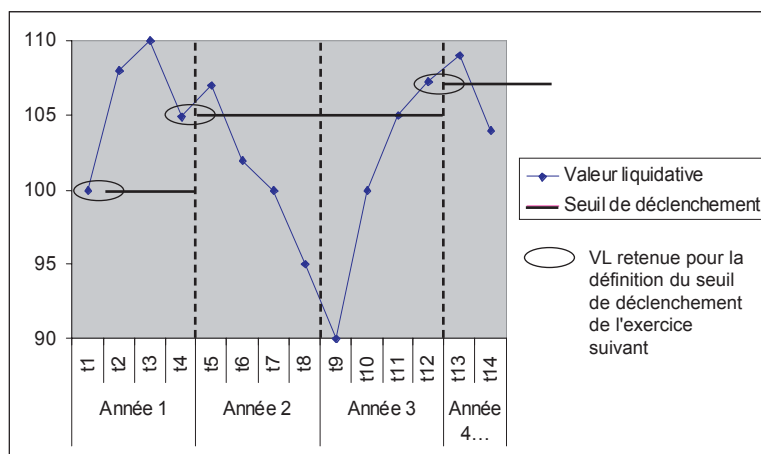
Dans ce schéma, le montant global de frais de gestion variable est :

- calculé lors de l'établissement de chaque valeur liquidative comme étant égal à un pourcentage de l'appréciation de chaque part au-delà d'une valeur liquidative de référence (souvent 20 ou 25%) ;
- réparti entre :
 - . une provision de frais de gestion variables, au profit de la société de gestion,
 - . un montant calculé porteur par porteur, défini selon une procédure d'ajustement visant à augmenter ou réduire la charge financière supportée par un souscripteur lorsqu'il entre en cours d'exercice : la créance d'égalisation.

L'un des éléments distinctifs de ce schéma est constitué par la définition d'un seuil de déclenchement des frais de gestion variables, seuil qui est réajusté périodiquement. Ce seuil de déclenchement est égal à la plus haute valeur liquidative atteinte au terme de chaque période de référence, lorsque des frais de gestion variables ont été provisionnés. Un exemple d'évolution de ce seuil est illustré dans le graphique ci-dessous, avec des valeurs liquidatives trimestrielles notées " t_i "⁷, et une périodicité de paiement des frais de gestion variables provisionnés annuelle

⁶ Une valeur liquidative basse ne peut donner lieu au paiement d'une commission de performance

⁷ Où i = le numéro du trimestre



Cette définition conduit à distinguer deux cas, selon que la souscription d'un porteur s'effectue sur une valeur liquidative inférieure ou supérieure au seuil de déclenchement.

Premier cas : la souscription d'un porteur s'effectue sur une valeur liquidative inférieure au seuil de déclenchement

Dans ce cas et par définition, il n'existe pas de performance et aucune provision n'est comptabilisée par l'OPCVM. Néanmoins, l'investisseur qui souscrit en cours d'année (après la cloture annuelle précédente) sait, dès la souscription, qu'il devra rémunérer la société de gestion par des frais de gestion variables, si la valeur de son investissement augmente, c'est-à-dire si sa valeur liquidative de rachat est supérieure à sa valeur liquidative de souscription.

Il est alors appliqué des commissions de souscription conditionnelles liées à la performance et dont le paiement est différé, acquises à la société de gestion. Ces commissions de souscription sont perçues :

- soit à la prochaine date de paiement des frais de gestion variables ;
- soit à la date de rachat, si un rachat des parts ou actions intervient avant la prochaine date de paiement des frais de gestion variables.

Second cas : la souscription d'un porteur s'effectue sur une valeur liquidative supérieure au seuil de déclenchement

Dans ce cas et comme dans la première méthode, l'OPCVM provisionne des frais de gestion variables égaux à un pourcentage de la performance constatée (avant toute souscription ou rachat sur cette valeur liquidative). Un investisseur qui souscrirait à ce moment bénéficierait des reprises de provisions de performance en cas de diminution de la valeur liquidative de l'OPCVM : il verra donc la baisse de VL " amortie " alors qu'il n'a pas bénéficié de cette performance et n'a pas contribué à constituer la provision de commissions de performance.

Constatation d'une "créance d'égalisation"

Afin de remédier à cette inégalité, cet investisseur doit payer un montant supplémentaire à l'OPCVM, lors de sa souscription. Ce montant est égal à l'écart entre la valeur liquidative de l'OPCVM avant prise en compte de la provision pour frais de gestion variables et la valeur liquidative réelle (après provisionnement). Il constitue une créance du porteur sur l'OPCVM, à la date de souscription, qui correspond au montant maximal de commission de souscription différée qui sera déterminable et calculée à la date de paiement de la provision de frais de gestion variables globale constatée à l'actif de l'OPCVM.

L'AMF rappelle que le principe de souscription/rachat à la valeur liquidative interdit le versement d'une somme à l'OPCVM en complément de la valeur liquidative, hormis les frais et commissions de souscription. En effet, les articles L. 214-15 et L. 214-20 du code monétaire et financier disposent que "*les actions / parts sont émises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative majorée ou diminuée, selon les cas, des frais et commissions*".

Evolution de la créance d'égalisation :

La valeur de la créance évolue ensuite en fonction de l'évolution de la valeur liquidative de l'OPCVM.

- Si la valeur liquidative augmente, des frais de gestion variables sont provisionnés et le montant de la créance reste inchangé.
- Si la valeur liquidative diminue, l'OPCVM procède à des reprises de provisions de frais de gestion variables et la créance d'égalisation diminue en parallèle. Si la valeur liquidative redescend en dessous du seuil de déclenchement, alors il n'y aura plus de provision de frais de gestion variables et la créance d'égalisation sera devenue nulle.

Devenir de la créance d'égalisation :

A la date de paiement des frais de gestion variables provisionnés au profit de la société de gestion, le porteur n'a plus besoin de la créance d'égalisation car il paiera ses frais de gestion variables en même temps que les autres porteurs, à compter du prochain exercice. Par suite, sa créance est soldée. Cette créance est certaine, fongible et liquide, elle est versée au porteur sous forme de parts supplémentaires, émises à la valeur liquidative de fin d'exercice.

De la même manière, si le porteur sort en cours d'exercice, la provision globale de commission de performance est réduite, entraînant :

- le paiement des frais de gestion variables dus à la société de gestion, pour la partie correspondant au nombre de part du porteur sortant et à la performance dont il a bénéficié ;
- le solde de la créance d'égalisation, sous forme d'émission et de rachat de parts supplémentaires sur la même valeur liquidative de rachat.

II. SYNTHÈSE DES CONDITIONS DE FONCTIONNEMENT ET DE RECOURS AU SCHÉMA PRÉSENTÉ ET À LA SECONDE MÉTHODE

2-1 Principes de recours à un schéma de frais de gestion variables fondé sur la seconde méthode

De manière générale, les sociétés de gestion souhaitant recourir à des schémas reposant sur les principes de la seconde méthode doivent :

- s'assurer de la compatibilité du schéma avec les principes juridiques, comptables, fiscaux⁸ et économiques français ;
- déterminer les conditions de mise en œuvre et de recours à chaque schéma.

Les conclusions relatives à cette étude de compatibilité et la formalisation des conditions de mise en œuvre sont décrites au sein de procédures tenues à la disposition de l'AMF.

⁸ La qualification des frais et commissions perçus par la société de gestion a des conséquences sur la fiscalité qui leur sera appliquée, pour la société de gestion comme pour le porteur. Il convient que la société de gestion intègre cette étude fiscale dans la rédaction du schéma de frais de gestion variables qu'elle compte utiliser.

Ces procédures intègrent en particulier une procédure d'échange de données entre les différentes entités intervenant dans le schéma et comprend des schémas comptables exhaustifs. Le contrôle interne de la société de gestion les valide et en contrôle l'application. Il transmet à l'AMF une attestation de revue de procédures relative au schéma de frais de gestion variables, lors de l'envoi du dossier d'agrément ou de déclaration de l'OPCVM. La transformation en OPCVM ayant recours à cette nouvelle méthode constitue une mutation soumise à l'agrément de l'AMF.

Par exemple, pour le schéma présenté ci-dessus, les entités concernées sont les suivantes : le département de gestion administrative et comptable de la société de gestion, l'éventuel délégataire de la gestion administrative et comptable, l'entité qui reçoit les souscriptions/rachats et l'entité en charge de vérifier la capacité des souscripteurs.

De plus, le recours à ce schéma ou à d'autres schémas fondés sur la seconde méthode doit être clairement expliqué aux investisseurs. La description détaillée et complète d'un schéma de frais de gestion variables ayant recours à des créances d'égalisation doit figurer dans le prospectus complet de l'OPCVM.

2-2 Application de ces principes à l'exemple de schéma présenté

Les modalités techniques spécifiques du schéma présenté permettent aux OPCVM possédant les caractéristiques suivantes d'y avoir recours :

- 1- Les OPCVM ARIA et OPCVM contractuels dont la périodicité de calcul de la valeur liquidative n'est pas quotidienne.

En effet, le schéma implique un prélèvement de frais de gestion variables dès le premier euro de performance (ce qui n'est pas possible pour les OPCVM classiques⁹) et le suivi de plusieurs étapes et allers-retours entre la gestion administrative et comptable de la société de gestion et la personne qui reçoit les souscriptions/rachats individuelles des souscripteurs de l'OPCVM.

- 2- Les OPCVM gérés en "nominatif", par la personne s'assurant que les critères relatifs à la capacité des souscripteurs ou acquéreurs ont été respectés et que ces derniers ont reçu l'information requise¹⁰.

En effet, la comptabilisation de ces frais de performance variables exige une connaissance individuelle de chaque souscription effectuée par chaque porteur.

- 3- Les OPCVM prévoyant une affectation de leur résultat en capitalisation uniquement.

En effet, l'application du nouveau schéma conduirait à des inégalités entre porteurs si des distributions de dividendes avaient lieu.

Il est précisé qu'afin de préserver l'égalité des porteurs¹¹, certaines transformations de l'OPCVM sont incompatibles avec le recours à ce schéma. Par exemple et sauf démonstration contraire de la part de la société de gestion, il n'est pas possible de procéder à une modification des modalités de calcul des frais de gestion variables ou à une fusion avec d'autres fonds d'investissement.

⁹ Le règlement général de l'AMF prévoit que les OPCVM ARIA, les OPCVM contractuels et les FCIMT peuvent "comprendre une part variable acquise dès le premier euro de performance. Les modalités de calcul et de paiement de cette commission sont précisées dans le prospectus complet".

¹⁰ Cette personne est désignée dans le prospectus de l'OPCVM.

¹¹ 2^{ème} alinéa de l'article 322-31 du règlement général de l'AMF : "Les opérations réalisées dans le cadre d'une gestion de portefeuille ainsi que leur fréquence doivent être motivées exclusivement par l'intérêt des mandants et des porteurs".