

## Réforme de la Législation Financière Américaine Panorama des Dispositions Susceptibles d'avoir un Impact sur les Gestionnaires Financiers Français

En grande partie en réponse à la récente crise financière américaine, le Congrès américain a récemment approuvé une législation de fond visant à réformer l'industrie financière américaine et sa réglementation (la « Loi »).

La Loi a pour objectif d'améliorer la réglementation et la supervision des institutions financières américaines qui ont été considérées comme étant à l'origine de la crise financière de 2008, à savoir les institutions bancaires ainsi que les entreprises qui sont intervenues sur le marché des produits dérivés ou qui ont été impliquées dans les crédits dits « subprime » et la titrisation de ces crédits.

Les mesures adoptées couvrent de nombreux sujets : protection des consommateurs, gestion des risques systémiques, réglementation des banques et autres institutions financières, ainsi que des marchés financiers.

Le large champ d'application de la Loi laisse très peu d'entreprises du secteur des services financiers hors de sa portée. De plus, la Loi comporte de nombreuses implications extraterritoriales qui pourraient concerner des entreprises françaises et européennes, et notamment les gestionnaires d'actifs financiers, tels que les sociétés de gestion de portefeuilles et les conseils en investissement (les « *Investment Advisers* »)<sup>1</sup>.

Point d'une importance toute particulière pour les *Investment Advisers* français, la Loi modifie les dispositions de l'U.S. *Investment Advisers Act* (l'« *Advisers Act* ») et impose aux *Investment*

*Advisers*, quelle que soit leur localisation, un enregistrement auprès de la *Securities and Exchange Commission* américaine (la « SEC »), dès lors que, directement ou au travers de fonds d'investissement, ils ont un certain nombre de clients américains ou d'actifs venant de clients américains. En conséquence, certains *Investment Advisers* français seront susceptibles de devoir procéder à un tel enregistrement auprès de la SEC. Cet enregistrement aura pour effet (i) de soumettre l'*Investment Adviser* français à la supervision de la SEC, (ii) de le contraindre à mettre en place diverses règles et procédures destinées à prévenir et gérer certains risques prévus par la réglementation américaine, et (iii) de le contraindre de nommer un responsable de la conformité (*Chief Compliance Officer*) chargé de veiller au respect de ces règles et procédures. Enfin, l'*Investment Adviser* français sera soumis à des contrôles périodiques de la SEC.

Cette disposition entrera en vigueur un an après sa promulgation du 21 juillet 2010, afin de permettre aux *Investment Advisers* de s'enregistrer auprès de la SEC avant la fin de ce délai de transition.

La Loi comporte également des dispositions : (i) à l'égard des *Investment Advisers* de « *venture capital funds* » (fonds de capital risque) qui pourraient leur permettre de ne pas avoir à s'enregistrer auprès de la SEC si certaines conditions sont remplies ; (ii) qui modifient la définition d'« *Accredited Investors* » (équivalent à la notion d'« investisseurs qualifiés » en droit français) et qui pourraient contraindre les *Investment Advisers* qui gèrent certains fonds d'investissement dont les parts sont offertes au Etats-Unis dans le cadre d'un placement privé à réviser leur documentation d'offre et leurs procédures de supervision des souscriptions.

<sup>1</sup> Le terme américain « *investment adviser* » vise des catégories de gestionnaires d'actifs très large, et englobe les entreprises françaises qui sont des « sociétés de gestion de portefeuilles » et probablement un certain nombre de « conseils en investissement », et donc des schémas de gestion de fonds français ou étrangers gérés ou conseillés de France très variés.

Nous envisageons ci-dessous plus en détails ces différentes dispositions nouvelles.<sup>2</sup>

### L'obligation d'enregistrement auprès de la SEC de certains *Investment Advisers* français

Jusqu'à présent, de nombreux *Investment Advisers* non-américains échappaient à l'obligation de s'enregistrer auprès de la SEC sur le fondement de l'exemption dénommée « *private adviser exemption* » prévue dans l'*Advisers Act*.<sup>3</sup>

La Loi supprime cette exception et lui substitue une exemption d'enregistrement pour tout *Investment Adviser* qui est un « *foreign private adviser* », celui-ci étant défini comme un *Investment Adviser*:

- qui ne dispose d'aucune implantation commerciale sur le territoire des Etats-Unis;
- dont le total des actifs sous gestion qui est attribuable aux clients américains et/ou à des investisseurs américains dans des fonds d'investissement (sans considération de leur domiciliation) est inférieur à 25 M US \$;<sup>4</sup>
- qui a aux Etats-Unis, un nombre total de clients directs ou au travers de « *private funds* » inférieur à 15; et
- qui (i) ni de manière générale se présente auprès du public aux Etats-Unis comme un *Investment Adviser* (ii) ni conseille des sociétés américaines enregistrées avec la SEC en tant

<sup>2</sup> D'autres dispositions de la Loi qui ne sont pas directement en rapport avec les *Investment Advisers*, telles que les dispositions relatives aux banques, qui incluent les banques étrangères, ne sont pas traitées dans ce mémorandum. Les auteurs seront néanmoins heureux de présenter, sur demande, ces dispositions et leur impact potentiel sur les entités françaises.

<sup>3</sup> Cette disposition prévoyait une dispense d'enregistrement pour tout *Investment Adviser* qui:

- ne se présente pas au public comme un *Investment Adviser*;
- ne joue pas le rôle d'*Investment Adviser* pour une société de gestion américaine enregistrée; et
- a moins de 15 clients (aux Etats-Unis dans le cas d'un *Investment Adviser* en dehors des Etats-Unis) durant les 12 mois précédents.

Pour les besoins de cette exemption, un fonds privé (c'est à dire un hedge fund ou un fonds de private equity) constituait généralement un seul "client", et les *Investment Advisers* situés en dehors des Etats-Unis ne devait compter que leurs clients américains.

<sup>4</sup> La SEC a reçu le pouvoir de réviser à la hausse par règlement ce seuil de 25 M US \$.

que « *investment companies* » ou en tant que « *business development companies* ».

En conséquence, tout *Investment Adviser* français dont le nombre de clients directs américains ou investisseurs américains dans les *private funds* qu'il gère ou conseille est supérieur à 14, ou qui gère 25 millions ou plus de US \$ d'actifs attribuables à des clients américains et/ou des investisseurs américains, aura l'obligation de s'enregistrer auprès de la SEC.

Le terme « *private fund* »<sup>5</sup> est défini de manière très large, et vise tout fonds d'investissement qui n'entre pas dans la définition d'« *investment company* » d'après les sections 3(c)(1) et 3(c)(7) de l'*Investment Company Act* américain de 1940 ("Investment Company Act"). En pratique, ce terme vise la plupart des *hedge funds* et des fonds de *private equity* qui comptent des investisseurs américains parmi leurs investisseurs, ainsi que les fonds d'investissement étrangers réglementés grand public qui ont des investisseurs américains (qui sont commercialisés aux Etats-Unis sur la base du placement privé par exemple).<sup>6</sup>

Du fait de la mise en place de ces limites en nombre de clients/investisseurs américains et en montants d'actifs qui peuvent être collectés aux Etats-Unis, la Loi peut imposer un enregistrement aux *Investment Advisers* français qui lèvent des fonds aux Etats-Unis directement ou par des fonds, même étrangers. Les dispositions de la Loi relatives à l'enregistrement des *Investment Advisers* non-américains entreront en vigueur un an après la promulgation de la Loi intervenue le 21 juillet 2010. Les personnes françaises concernées par ce texte devront se conformer à ces dispositions avant cette date.

### Les nouveaux cas limités d'exemption d'enregistrement

La Loi prévoit plusieurs exceptions à l'obligation d'enregistrement, qui sont ouvertes aux *Investment Advisers* français, même si leur champ d'application est relativement étroit :

<sup>5</sup> « *Private fund* » signifie un fonds réservé à un petit nombre d'investisseurs, et pouvant investir dans des actifs illiquides, par opposition aux « *mutual funds* ».

<sup>6</sup> Il est utile de noter que les fonds qui ne sont pas investis dans des valeurs mobilières, comme les fonds qui ne peuvent investir que dans l'immobilier et se fondent sur d'autres exemptions de l'*Investment Company Act* ne sont pas considérés comme des « *private funds* » au sens de la Loi.

- Investment Advisers de fonds de capital risque – Les *Investment Advisers* dont la clientèle se limite à un ou plusieurs « *venture capital funds* » (fonds de capital risque) seront dispensés d'enregistrement. La SEC doit apporter une définition aux termes « *venture capital fund* ». Il est fort possible que cette définition soit très étroite.
- Investment Advisers de private funds – Les *Investment Advisers* dont les seuls clients sont des *private funds* et qui gèrent moins de 150 M US \$ aux Etats-Unis seront dispensés d'enregistrement. Ils seront néanmoins soumis à des obligations comptables et de reporting à l'égard de la SEC.<sup>7</sup>

La Loi limite également la possibilité de bénéficier de l'exemption préexistante pour les *Investment Advisers* qui sont enregistrés en qualité de « *commodity trading advisors* » (ou « CTA » - conseillers en négociation de matières premières) auprès de la *Commodity Futures Trading Commission* (commission américaine des contrats à terme sur matières premières), qui conseillent également un *private fund* et dont l'activité prédominante ne deviendrait pas la fourniture de conseils liés à des valeurs mobilières. Ce changement est cependant d'un intérêt limité pour les *Investment Advisers* français, à moins qu'ils ne soient déjà enregistrés en qualité de CTA aux Etats-Unis.

## Conséquences de l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC

Un *Investment Adviser* français qui aura l'obligation de s'enregistrer auprès de la SEC suite aux modifications présentées ci-dessus devra : (i) compléter le formulaire des *Investment Advisers* américains (« *Form ADV* ») auprès de la SEC et le déposer auprès de la SEC ; (ii) mettre en place des règles et procédures pour s'assurer de sa conformité avec l'*Advisers Act* et de se soumettre à la supervision de la SEC ; (iii) nommer un responsable de la conformité (« *chief compliance officer* ») pour gérer ses règles et procédures de conformité; (iv) se conformer à diverses dispositions

<sup>7</sup> En outre, la Loi comporte une exception pour les « *family offices* » en vertu de laquelle les « *family offices* » seront exclues de la définition des « *Investment Advisers* », et donc des exigences d'enregistrement au titre de la Loi, tout en laissant à la SEC le soin de définir le terme de « *family office* » de manière cohérente avec la dispense réglementaire octroyée dans le passé. Cette exemption ne sera a priori pas d'une grande utilité aux conseillers financiers français qui ont des clients américains ou des investisseurs américains dans leurs fonds.

de l'*Advisers Act* ; et (v) maintenir des registres et archives pour les inspections périodiques de la SEC.<sup>8</sup>

Il convient de noter qu'un *Investment Adviser* français qui se trouverait dans cette situation ne devrait se conformer à l'*Advisers Act* qu'en ce qui concerne les clients de l'entreprise qui sont des ressortissants américains (« *U.S. persons* »). Cependant, sur la base des positions prises par la SEC, l'*Investment Adviser* français ne serait pas soumis aux dispositions les plus lourdes de l'*Advisers Act* ni à aucune des règles de l'*Advisers Act* pour ce qui concerne ses clients non-américains. L'expression « Regulation Lite » est souvent utilisée pour évoquer ce régime en pratique allégé.<sup>9</sup>

## Autres dispositions notables relatives à l'encadrement réglementaire des activités de gestion

### La définition de l'Investisseur Accrédité

Certains fonds (surtout des fonds privés) ne peuvent être offerts qu'à des investisseurs qui répondent aux critères de la catégorie des « *accredited investors* » (investisseurs accrédités) résultant de la réglementation de la SEC (en sus d'autres qualités que le fonds privé peut exiger). Entrant en vigueur dès l'approbation de la Loi, les critères de définition de l'« *accredited investor* » sont durcis par l'exigence que les individus et les couples mariés aient un patrimoine supérieur à 1 million US \$ excluant la valeur de leur résidence principale, avant d'investir dans le cadre d'un placement privé pour ces fonds. (Le critère actuel inclut la valeur de la résidence principale.) En conséquence, les *Investment Advisers* français qui gèrent des fonds soumis à de telles exigences et les offrent à des investisseurs américains doivent modifier leur documentation d'offre et leurs procédures de contrôle des souscriptions pour prendre en compte cette

<sup>8</sup> Une étude de du programme de contrôle périodique de la SEC est disponible dans l'article : **SEC Examination of Investment Advisers** de Julien Bourgeois (*The Review of Securities & Commodities Regulation*, June 17, 2009; consultable à l'adresse suivante: [http://www.dechert.com/library/Bourgeois\\_Sherman\\_Hinkle\\_RSCR\\_Final.pdf](http://www.dechert.com/library/Bourgeois_Sherman_Hinkle_RSCR_Final.pdf)).

<sup>9</sup> La SEC a néanmoins établi certaines conditions qui s'appliquent aux conseillers financiers non-américains qui se placent sous le régime « Regulation Lite ».

modification des critères d'admission des *accredited investors* américains.<sup>10</sup>

### La catégorie des Clients Qualifiés

Les *Investment Advisers* enregistrés auprès de la SEC ne peuvent percevoir de clients américains une rémunération calculée sur la base de leur performance, telle qu'une commission de performance, que de la part de clients qui répondent à la définition de « *qualified clients* » (clients qualifiés) au sens de la Règle 205-3 de l'*Advisers Act*. Les investisseurs des catégories suivantes constituent des « *qualified clients* » :

- une personne physique ou une société qui a au moins 750 000 US \$ sous gestion de l'*Investment Adviser*;
- une personne physique ou une société que l'*Investment Adviser* estime raisonnablement soit (i) être un « *qualified purchaser* » (acheteur qualifié) ou (ii) avoir un patrimoine (total, en cas de personne physique, en prenant en compte les actifs indivis avec le conjoint) de plus de 1,5 M US \$ ; ou
- un cadre supérieur, un administrateur, un trustee, un *general partner* ou certaines personnes détenant des postes clés au sein de l'*Investment Adviser*.

S'agissant de *private funds* ouverts à la souscription auprès d'investisseurs américains et non enregistrés en application de l'exception visée à l'Article 3(c)(1) de l'*Investment Company Act*, un *Investment Adviser* enregistré de ce fonds doit donc passer en revue les investisseurs américains du fonds et s'assurer que seuls ceux qui appartiennent à la catégorie des « *qualified clients* » paient une rémunération fondée sur la performance.<sup>11</sup>

La Loi précise que la SEC devra, dans l'année qui suit la promulgation de la Loi, et ensuite tous les cinq ans, ajuster les montants en dollar ci-dessus mentionnés afin de prendre en compte les effets de

<sup>10</sup> La SEC devra également revoir périodiquement et (potentiellement) ajuster le niveau de patrimoine requis et les autres exigences applicables aux personnes physiques pour entrer dans la catégorie des « *accredited investors* » au moins une fois tous les quatre ans. Cependant, la SEC ne pourra pas ajuster le montant du patrimoine requis pour la catégorie des « *accredited investors* » pendant les quatre premières années qui suivront la promulgation de la Loi.

<sup>11</sup> Un fonds privé, au sens de l'exception de la Section 3(c)(7) ne doit en principe recueillir des souscriptions que de « *qualified purchasers* », qui par définition sont également des « *qualified clients* ».

l'inflation. Comme pour la révision de la catégorie des « *accredited investors* » (cf. ci-dessus), l'impact de tout changement dans la définition de la catégorie des « *qualified investors* » sur les investisseurs existants dans les fonds privés qui n'entrent plus dans la catégorie révisée n'est pas clair, et devra probablement être précisé par une réglementation ou une doctrine à venir de la SEC.

Les *Investment Advisers* français qui doivent s'enregistrer auprès de la SEC suite à la disposition mentionnée ci-dessus, ou qui sont déjà enregistrés auprès de la SEC, et qui perçoivent des commissions de performance, devront prendre en compte ces modifications dans leurs pratiques et leur documentation juridique.

### Restrictions relatives aux rémunérations

La Loi contient une disposition qui impose aux régulateurs américains d'adopter des règles obligeant les institutions financières concernées (dont notamment les *Investment Advisers*) dont les actifs sont supérieurs à 1 milliard US \$ de communiquer les schémas de rémunération à caractère incitatif de sorte que les régulateurs puissent déterminer si le schéma de rémunération concerné (i) procure à un cadre, employé, dirigeant ou actionnaire majoritaire de l'institution financière une rémunération, une commission ou des avantages excessifs ; ou (ii) pourrait conduire à une perte financière substantielle pour l'institution financière concernée. La disposition impose aussi aux régulateurs américains d'adopter des règles qui interdisent tout type d'arrangement portant sur une rémunération à caractère incitatif que les régulateurs considèreraient comme encourageant des risques inappropriés.

Alors que le champ de l'application extraterritoriale de ces dispositions pourra être limité pendant une phase préliminaire de mise en œuvre réglementaire, il est probable que les *Investment Advisers* français qui gèrent ou conseillent des *private funds* et qui ont l'obligation de s'enregistrer auprès de la SEC, seront soumis à des restrictions similaires sur les schémas de rémunération à caractère incitatif qu'ils souhaiteraient mettre en place.

### Nouvelles obligations comptables et de reporting

Aux termes de la Loi, la SEC a le pouvoir d'exiger d'un *Investment Adviser* enregistré, conseillant ou gérant un *private fund*, de conserver et de lui communiquer certaines informations relatives à chacun des *private funds* concernés qui seraient utiles à la protection des investisseurs et à l'évaluation des risques systémiques. Une telle

information devra comprendre des informations sur : les actifs sous gestion ; le recours à de l'effet de levier (y compris hors bilan) ; l'exposition au risque de contrepartie ; les positions de trading ou d'investissement; les règles et procédures d'évaluation ; le type d'actifs détenus ; les « side letters » ; les pratiques de trading ; et toute autre information que la SEC pourra déterminer et qui pourra varier selon le type ou la taille du *private fund* auprès duquel intervient l'*Investment Adviser*. La SEC devra établir des règles soumettant les *Investment Advisers* de *private funds* à une obligation de *reporting* à son égard.

Même si les informations communiquées concernant ces *private funds* ne sont pas considérées comme publiques et seront protégées d'une divulgation publique, ces exigences de communication impliquent que tout *Investment Adviser* enregistré ou tenu de s'enregistrer en application de la nouvelle réglementation pourra avoir à communiquer certaines informations confidentielles au régulateur américain.



Il ressort des commentaires ci-dessus que les français qui gèrent directement des actifs pour le compte d'investisseurs américains ou qui le font au

travers de fonds d'investissement pourraient être très directement concernés par les différents dispositifs institués par la Loi. Il est en effet très probable que cette nouvelle législation américaine aura une grande portée au-delà des frontières américaines. Nous pourrions tenir informés les lecteurs intéressés qui le souhaitent des prochaines évolutions réglementaires requises par la Loi.

Par Julien Bourgeois et Olivier Dumas.



**Julien Bourgeois**  
Associés, Washington  
+1 202 261 3451  
julien.bourgeois@dechert.com



**Olivier Dumas**  
Associés, Paris  
+33 1 57 57 80 09  
olivier.dumas@dechert.com

## Practice group contacts

Pour toute information complémentaire, n'hésitez pas à contacter les auteurs, l'un des avocats listés ou tout autre avocat avec lequel vous êtes en contact [www.dechert.com/financialservices](http://www.dechert.com/financialservices).

Si vous désirez recevoir nos *DechertOnPoints*, [cliquez ici](#).

**Stéphan Alamowitch**  
Paris  
+33 1 57 57 80 90  
stephan.alamowitch@dechert.com

**Olivier Dumas**  
Paris  
+33 1 57 57 80 09  
olivier.dumas@dechert.com

**Angelo Lercara**  
Allemagne  
+49 89 21 21 63 22  
angelo.lercara@dechert.com

**Julien Bourgeois**  
Washington  
+1 202 261 3451  
julien.bourgeois@dechert.com

**René Gonne**  
Belgique  
+32 2 535 5421  
rene.gonne@dechert.com

**Marc Seimetz**  
Luxembourg  
+352 45 62 62 23  
marc.seimetz@dechert.com

**Eric Deltour**  
Belgique  
+32 2 535 5418  
eric.deltour@dechert.com

**François Hellot**  
Paris  
+33 1 57 57 80 85  
francois.hellot@dechert.com

**Richard J. Temko**  
Belgique  
+ 32 2 535 5430  
richard.temko@dechert.com

Dechert internationally is a combination of limited liability partnerships and other entities registered in different jurisdictions. Dechert has nearly 900 qualified lawyers and 700 staff members in its offices in Belgium, China, France, Germany, Hong Kong, Ireland, Luxembourg, Russia, the UK, and the US.

Dechert LLP is a limited liability partnership registered in England & Wales (Registered No. OC306029) and is regulated by the Solicitors Regulation Authority. The registered address is 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4QQ, UK.

A list of names of the members of Dechert LLP (who are referred to as "partners") is available for inspection at the above address. The partners are solicitors or registered foreign lawyers. The use of the term "partners" should not be construed as indicating that the members of Dechert LLP are carrying on business in partnership for the purpose of the Partnership Act 1890.

Dechert (Paris) LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales (Registered No. OC332363), governed by the Solicitors Regulation Authority, and registered with the French Bar pursuant to Directive 98/5/CE. A list of the names of the members of Dechert (Paris) LLP (who are solicitors or registered foreign lawyers) is available for inspection at our Paris office at 32 rue de Monceau, 75008 Paris, France, and at our registered office at 160 Queen Victoria Street, London, EC4V 4QQ, UK.

Dechert LLP is in association with Hwang & Co in Hong Kong.

This document is a basic summary of legal issues. It should not be relied upon as an authoritative statement of the law. You should obtain detailed legal advice before taking action. This publication, provided by Dechert LLP as a general informational service, may be considered attorney advertising in some jurisdictions. Prior results do not guarantee a similar outcome.

Dechert is an Irish partnership regulated by the Law Society of Ireland.

© 2010 Dechert LLP. Reproduction of items from this document is permitted provided you clearly acknowledge Dechert LLP as the source.

---

**EUROPE** Brussels • Dublin • London • Luxembourg • Moscow • Munich • Paris  
**U.S.** Austin • Boston • Charlotte • Hartford • New York • Orange County • Philadelphia • Princeton • San Francisco • Silicon Valley • Washington, D.C. • **ASIA** Beijing • Hong Kong