

# SOMMAIRE

## POSITIONS DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

- Obligation d'information sur la date de détachement du dividende 1
- La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM 3

## ÉTUDES ET ANALYSES

- La notation est-elle une réponse efficace aux défis du marché des financements structurés ? 15
- Les conditions dans lesquelles sont mises en œuvre les obligations professionnelles à l'égard des clients personnes physiques en matière de gestion de portefeuille sous mandat : analyse des rapports adressés à l'AMF en 2005 27

## LETTRE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

- 2<sup>ème</sup> trimestre 2007 - n° 6 61

## NOMINATIONS

- Nominations au sein de l'AMF 73

## COMMUNIQUÉS

- L'Autorité des marchés financiers constitue un groupe de travail sur les petites et moyennes valeurs en collaboration avec Middlesnext 75
- L'Autorité des marchés financiers publie la liste des sociétés françaises n'ayant pas rempli leurs obligations de publication du rapport sur les procédures de contrôle interne et le gouvernement d'entreprise 77
- L'Autorité des marchés financiers consulte sur son projet de modification du Livre V (infrastructures de marché) de son règlement général dans le cadre de la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) 79

## Obligation d'information sur la date de détachement du dividende

Au cours de l'année 2006, l'Autorité des marchés financiers a observé des variations erratiques du cours de certaines options sur action ou de contrats à terme sur indice. Ces perturbations ont été occasionnées par les déficiences de communication financière de quelques émetteurs d'actions cotées sur les marchés réglementés, en matière de date de détachement de dividende.

Ainsi que l'avait déjà fait la Commission des opérations de bourse<sup>1</sup>, l'AMF attire l'attention des émetteurs concernés sur l'incidence de la date de détachement de dividende sur le cours des instruments dérivés sur action ou indice.

En raison de leur impact potentiel sur la valorisation des positions ouvertes de dérivés, les données relatives au montant du dividende prévisionnel, appelé à être proposé au vote de l'assemblée générale des actionnaires, ainsi qu'à la date de son détachement doivent être considérées des informations également privilégiées au sens de l'article 621-1 du règlement général. Elles appellent une vigilance identique en termes de communication.

L'AMF relève que la plupart des émetteurs parviennent à informer le marché des dates de versement de dividende très en amont de leur mise en paiement effective. En conséquence, elle invite les émetteurs dont la communication a pu présenter par le passé des déficiences ou des retards à remédier à ces carences pour l'exercice à venir.

Par ailleurs, les émetteurs qui choisissent une date de versement de dividende sensiblement différente de celle retenue lors de l'exercice précédent sont appelés à communiquer avec un délai raisonnable, permettant aux acteurs des marchés dérivés d'intégrer cette information dans leur modèle de valorisation des instruments financiers à terme. Une telle situation se présente notamment lorsque le détachement de dividende par action doit intervenir durant une échéance d'instrument dérivé distincte de celle impactée l'année précédente (ex : dividende par action versé en juin de l'année N dont le versement est décalé au mois de mai lors de l'exercice N+1).

Une vigilance accrue doit être portée à ces effets lorsque l'action sous-jacente représente une composante significative d'un indice faisant l'objet de dérivés activement traités, tels que le contrat à terme CAC 40 du MONEP.

<sup>1</sup> Bulletins COB n° 274 de novembre 1993 et n° 362 de novembre 2001.

## Note sur l'impact de la mise en paiement des dividendes sur la valorisation des dérivés sur action

A la différence de l'actionnaire, le détenteur d'une option ou d'un contrat sur action ne dispose pas d'un droit au versement d'un dividende lorsque celui-ci intervient pendant la durée de vie de l'option.

A titre d'illustration, il est possible de comparer l'acquéreur d'une action par le biais du service à règlement différé (SRD) au titulaire d'une option d'achat (*call*) européenne, exerçable uniquement à l'échéance, portant sur ladite action. La même démonstration vaudrait en remplaçant l'option d'achat par un contrat à terme ferme standardisé sur la même action.

Dans le cas d'une mise en paiement du dividende intervenant pendant la durée de vie de l'option, le cours de l'action est susceptible d'une diminution théorique équivalente à la valeur du dividende versé (hors effets de la fiscalité, par hypothèse de simplification). Cette décote est sans effet sur l'actionnaire acquéreur au SRD qui percevra, séparément, une indemnité compensatrice équivalente au montant du dividende échu.

En revanche, le détenteur de l'option d'achat européenne subira cette dépréciation, liée à la valorisation de ce type d'instrument financier, sans bénéficier en contrepartie du dividende. En effet, l'investisseur n'est pas propriétaire de l'action au moment du détachement (il ne le sera qu'à l'échéance, s'il décide d'exercer l'option) et les caractéristiques des contrats à terme standardisés ne prévoient pas de mécanisme d'ajustement similaire à l'indemnité compensatrice en vigueur sur le SRD. En conséquence, l'anticipation des versements de dividendes demeure à la charge des intervenants des marchés de dérivés.

Ainsi une option d'achat européenne voit son prix diminuer lorsque le versement d'un dividende est escompté pendant l'échéance. Dans ce cas, le calcul de la prime ne se réfère plus au seul cours de l'action, mais à celui de l'action diminué du montant du dividende anticipé. Symétriquement, l'option de vente (*put*) voit son cours augmenter en pareille situation. Ces effets sont atténués mais demeurent, de manière plus complexe, pour des options de type américain qui offrent des possibilités d'exercice anticipé pour entrer en propriété de l'action ouvrant droit au dividende détaché.

En conséquence, la date de versement du dividende relatif à une action a un impact direct sur la valorisation des dérivés qui lui sont attachés, directement ou par le biais d'un indice.

# La responsabilité des sociétés de gestion dans la détermination de l'éligibilité des actifs pour l'investissement par des OPCVM

## INTRODUCTION

Initialement créés pour investir dans des valeurs mobilières cotées sur des marchés réglementés, les OPCVM ont vu leur périmètre d'investissement s'élargir progressivement au fur et à mesure du développement des marchés financiers. Cet élargissement s'est poursuivi ces dernières années, avec la clarification des conditions d'investissement dans des fonds de gestion alternative de droit étranger, de conclusion de contrats de dérivés de crédit ou encore d'octroi de garanties par un OPCVM. Ces évolutions successives se sont inscrites dans un cadre de régulation combinant régulation des produits - en particulier de leurs règles d'investissement - régulation des acteurs - en particulier des moyens et procédures des sociétés de gestion - mais également conditions d'information des porteurs et de commercialisation des OPCVM.

La création récente d'OPCVM investissant dans des "cat bonds"<sup>1</sup> et les possibilités accrues offertes aux OPCVM d'investir dans des titres échangés sur Alternext sont l'occasion de replacer les questions relatives au périmètre d'investissement des OPCVM dans le contexte plus général de l'évolution du modèle de régulation de la gestion d'actifs en France et en Europe, et d'explicitier la doctrine de l'AMF sur la mise en œuvre opérationnelle de toute nouvelle opportunité d'investissement.

Loin de constituer une révolution, les évolutions récentes s'inscrivent bien plus dans la continuité des derniers développements réglementaires européens et de l'approche méthodologique de "meilleure régulation" qui oriente aujourd'hui l'Autorité des marchés financiers et que le président de l'AMF a eu l'occasion de présenter en clôture des Entretiens annuels de l'AMF du 30 novembre 2006.

S'agissant de cette démarche, Michel Prada a rappelé, dans son intervention, l'engagement de l'AMF de proportionner ses exigences vis-à-vis des entités régulées à leur efficacité en matière de protection de l'épargne. Cet engagement trouve une traduction opérationnelle dans les règles d'investissement des OPCVM : si l'existence de règles d'investissement définies avec précision par la réglementation, et dont le respect est contrôlé par l'AMF, présente l'avantage d'une réglementation précise et identique pour tous, la capacité de cette réglementation à accompagner l'innovation financière connaît des limites. Ainsi, lorsque l'analyse préalable des risques encourus le permet, que les principes posés par la réglementation sont respectés et que la société de gestion dispose de l'organisation, des moyens et des procédures adaptés, elle doit être davantage laissée libre de ses choix en matière d'investissement.

<sup>1</sup> Les cat-bonds sont des titres émis par un organisme de titrisation et qui sont liés à la survenance de catastrophes géologiques ou climatiques telles que les tremblements de terre, les orages, les ouragans, fortes pluies, ensoleillements, etc.

En ce qui concerne le contexte européen, l'AMF souhaite prendre en compte, sans retard, les avancées des textes communautaires. En particulier, elle entend anticiper sur les avancées introduites par la législation européenne sur les actifs éligibles<sup>2</sup> qui seront prochainement traduites en droit français par des modifications du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989. Ces avancées résultent, pour l'essentiel, d'accords auxquels sont parvenus les régulateurs au sein du CESR, à l'issue de travaux co-présidés par l'AMF.

Au-delà des travaux du CESR, l'AMF s'inscrit dans l'esprit des évolutions réglementaires majeures que la Commission européenne a dévoilées lors de la publication, le 16 novembre 2006, de son "Livre blanc" sur "l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement".

## I. Un environnement économique et réglementaire en mutation

### I.1. L'approche traditionnelle de l'AMF - le rôle de l'agrément *a priori* des produits et des acteurs

En matière de surveillance du secteur de la gestion d'actifs, la régulation assurée par l'AMF, en cohérence avec la législation européenne et nationale, accorde un poids important au contrôle *a priori* des produits et des acteurs.

#### *a) Contrôle a priori des OPCVM*

Ainsi, la mission confiée à l'AMF de protection de l'épargne investie en produits de gestion prend essentiellement la forme d'un contrôle, préalablement à la création d'un OPCVM ou à toute transformation significative le concernant, des instruments financiers utilisés et des stratégies de gestion mises en œuvre. L'AMF peut ainsi, au fil des innovations financières, se prononcer sur leur intégration à l'univers des OPCVM, et, le cas échéant, définir des exigences appropriées.

Devant l'évolution des produits et des modes de gestion, l'AMF a, depuis quelques années déjà, adapté son mode de contrôle à certaines catégories d'OPCVM, tels que les OPCVM à formule, les OPCVM à "gestion coussin" ou les OPCVM de fonds alternatifs, en axant davantage son approche sur les documents commerciaux et en instaurant des règles de présentation spécifiques à ces documents.

En outre, ce travail s'effectue évidemment en coordination étroite avec les solutions dégagées au niveau européen au sein du CESR. A titre d'exemple, l'AMF a longtemps considéré qu'au regard des textes en vigueur, elle ne pouvait unilatéralement autoriser un OPCVM à s'exposer, *via* des instruments dérivés, aux marchés de marchandises, ces actifs n'étant pas directement éligibles à l'actif des OPCVM coordonnés. En décembre 2005, les régulateurs ont, d'un commun accord, choisi de retenir une lecture plus souple de la directive OPCVM. L'AMF a aussitôt communiqué sur la possibilité offerte aux OPCVM coordonnés de s'exposer à ces marchés par le biais d'instruments dérivés sur indices financiers répondant à certains critères.

<sup>2</sup> Directive 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007 portant application de la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines définitions.

### *b) Contrôle a priori des sociétés de gestion de portefeuille*

Les moyens et l'organisation des sociétés de gestion de portefeuille font l'objet de contrôles, tant au moment de leur création qu'en cours de vie.

La capacité des sociétés de gestion à gérer dans les meilleures conditions de sécurité est appréciée par l'AMF, dès lors que ces sociétés l'informent de leur intention de recourir à de nouveaux instruments financiers et de mettre en œuvre des stratégies de gestion innovantes.

Dans ce contexte, depuis le début de la décennie, l'AMF a étoffé son mode de suivi en introduisant plusieurs programmes d'activité spécifiques. Ceux-ci permettent d'encadrer de manière précise et uniforme l'utilisation de certains instruments financiers présentant un profil rendement/risque spécifique, et d'adapter les exigences du régulateur aux types de gestion proposés par les sociétés de gestion.

A titre d'exemple, au cours de l'année 2002, alors que le marché des dérivés de crédit connaissait un essor considérable, l'utilisation de ces instruments par les OPCVM a été encadrée par des règles spécifiques, parmi lesquelles la nécessité d'obtenir l'approbation d'un programme d'activité dédié, fondé sur des critères de moyens et d'organisation précis.

De la même manière, l'intérêt croissant du marché pour les fonds mettant en œuvre des techniques de gestion alternatives a amené l'AMF à préciser les conditions d'investissement des OPCVM dans de tels fonds - souvent peu ou pas régulés : critères d'éligibilité précis, existence de moyens et d'une organisation adaptés au sein de la société de gestion.

Par cette approche, l'AMF s'est assurée, au cas par cas, de la capacité des sociétés de gestion à appréhender dans de bonnes conditions ces solutions financières innovantes.

Si le dispositif de régulation de la gestion d'actifs mis en place par l'AMF a, jusqu'alors, permis d'appréhender dans des délais rapides et avec un niveau de risque acceptable l'innovation financière au sein des OPCVM, il doit être mis en cohérence avec la difficulté à disposer en permanence d'un cadre adapté aux évolutions des marchés. Il tend aussi à restreindre excessivement les possibilités de prise de responsabilité des acteurs sur les produits proposés aux investisseurs.

Compte tenu de l'expérience acquise, de la nature des risques, de la maturité grandissante des dispositifs de contrôle interne chez de nombreux professionnels, l'AMF poursuit l'adaptation de son approche, conformément avec les positions défendues au niveau européen et avec ses engagements en termes de "meilleure régulation".

## **I.2. L'AMF continue d'adapter son approche pour accroître son efficacité dans sa mission de protection des investisseurs et poursuivre son adaptation aux évolutions réglementaires et aux tendances récentes du marché de la gestion d'actifs**

### *a) La modernisation du cadre réglementaire européen de la gestion d'actifs*

Il s'agit, en premier lieu, de continuer à mettre en œuvre, jusque dans la pratique opérationnelle quotidienne, la logique défendue dans les textes européens à l'élaboration desquels l'AMF a activement participé.

En Europe, la directive de 1985 (85/611/CEE) a été la première étape du processus d'harmonisation des législations européennes en matière de gestion collective et d'OPCVM. Elle a instauré un régime de passeport permettant à un OPCVM coordonné agréé par une autorité nationale d'avoir un accès aux marchés des autres États membres. Devenue peu à peu obsolète, en raison de l'évolution et du développement du marché de la gestion d'actifs pour le compte de tiers et des techniques de gestion financière, elle a été réformée, début 2002, avec l'adoption de deux directives modificatrices :

- la directive 2001/107/CE traite essentiellement des sociétés de gestion. Elle porte en particulier sur les conditions d'accès au métier de la gestion pour le compte de tiers et instaure des obligations en matière d'accès et d'exercice de l'activité. Elle comprend aussi des dispositions relatives au prospectus simplifié qui permettent une harmonisation des règles d'information des investisseurs ;
- la directive 2001/108/CE contient les dispositions relatives aux OPCVM eux-mêmes. Elle modernise les règles relatives aux placements des OPCVM en les autorisant "*à effectuer des placements dans des instruments financiers autres que des valeurs mobilières, dont la liquidité est suffisante*<sup>3</sup>", ce qui élargit en pratique la liste des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés.

Dans l'esprit du législateur européen, l'élargissement considérable des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés<sup>4</sup> permis par la directive 2001/108/CE va donc, nécessairement, de pair avec la clarification et l'harmonisation des conditions d'accès et d'exercice des sociétés de gestion de la directive 2001/107/CE à leur activité. Dans le même esprit, les travaux effectués par le CESR à l'occasion du mandat confié par la Commission européenne sur la définition des actifs éligibles<sup>5</sup> ont évité d'établir des listes figées peu à même d'évoluer en fonction des innovations de produits. En contrepartie, les rédacteurs de l'avis du CESR ont souvent été amenés à proposer de responsabiliser davantage les sociétés de gestion en exigeant de celles qui choisiraient de se porter sur ces secteurs innovants la mise en œuvre de systèmes de contrôle interne, de contrôle des risques et de valorisation des actifs, adaptés et robustes.

Par construction, l'avis du CESR et la directive ne permettent pas de juger *a priori* de l'éligibilité à l'actif des OPCVM de tous les sous-jacents innovants, mais ils donnent des repères sous forme de critères généraux, qu'il appartient aux sociétés de gestion de prendre en compte sous leur responsabilité.

Ainsi, dans un contexte permanent d'innovations en matière d'instruments financiers accessibles aux OPCVM, la réglementation européenne a fait le choix majeur d'élargir la gamme des actifs éligibles, tout en exigeant des sociétés de gestion qu'elles soient en mesure de maîtriser le couple rendement/risque des nouveaux instruments dans lesquels elle investissent et qu'elles soient en mesure de les valoriser correctement. Cette approche méthodologique correspondant à un rééquilibrage du contrôle des produits vers celui des acteurs, et du contrôle *a priori* vers le contrôle *a posteriori*, a été soutenue par l'AMF dans les négociations. Elle doit donc se traduire dans sa pratique opérationnelle quotidienne et l'AMF va poursuivre l'effort déjà entamé en ce sens.

<sup>3</sup> Considérant 2 de la directive 2001/108/ CE du 21 janvier 2002.

<sup>4</sup> Les instruments financiers dérivés ont ainsi été autorisés, tout comme les investissements en dépôts bancaires ou dans d'autres OPCVM.

<sup>5</sup> Et dont la co-présidence était assurée par l'AMF et la FSA.

*b) Les tendances récentes du marché de la gestion d'actifs confirment la diffusion dans le marché des pratiques rendues possibles par l'évolution du cadre européen et l'importance d'une cohérence d'approche selon les véhicules d'investissement*

Dans la cartographie 2006 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne qu'elle a publiée le 9 janvier 2007 pour consultation, l'Autorité des marchés financiers a recensé les tendances majeures qu'elle a identifiées dans le marché de la gestion collective. Elle a ainsi mis en exergue une tripolarisation progressive de l'offre de produits de gestion collective autour :

- de produits de gestion active, avec un développement des fonds de gestion alternative et une intégration grandissante dans les fonds traditionnels des techniques de gestion issues de la gestion alternative,
- de fonds dits structurés, comme les fonds garantis et les fonds à formule,
- de produits de gestion passive, comme les fonds indiciels cotés, mais avec une tendance à la sophistication et à l'extension de la notion d'indices.

Ainsi, quelle que soit la catégorie concernée, il apparaît que le marché ne peut que favoriser le développement d'OPCVM coordonnés investissant leurs actifs dans des produits hybrides incluant des instruments dérivés portant sur des actifs sous-jacents atypiques, des titres intégrant des dérivés et des fonds fermés. Les innovations introduites par les directives OPCVM de 2001, dont les modalités d'emploi ont été précisées par les travaux du CESR sur les actifs éligibles repris par la Commission, sont donc appelées à se diffuser. Pour ces produits, la définition d'un cadre de règles *a priori* et permanentes totalement adaptées est vouée à rester en retard par rapport à la créativité des gérants d'actifs. Le modèle de régulation sous-jacent à ces textes, fondé sur un contrôle moins systématique *a priori* sur l'éligibilité des produits, et davantage axé sur le contrôle en continu des sociétés de gestion, doit donc influencer la pratique de l'AMF.

Par ailleurs, dans sa cartographie des risques, l'Autorité relevait que l'ensemble des produits de gestion collective pouvaient être proposés dans des cadres juridiques très différents (assurance, bancaire et gestion collective), dans un contexte qui permet, parfois, des distorsions en termes de transparence, de fiscalité ou de régimes des intermédiaires, en fonction des législations en vigueur. Cette tendance conduit aussi l'Autorité à prendre de plus en plus en compte cette hétérogénéité de concurrence entre produits offerts aux investisseurs individuels. Là où l'interprétation des textes n'est pas établie, il faut évaluer l'opportunité d'imposer une approche restrictive à un OPCVM vendu en direct, qui ne pourrait être appliquée si un autre véhicule d'investissement peut être utilisé.

En définitive, dans certains cas, la protection de l'épargne serait moins bien assurée par des interdictions de principe, formulées par le régulateur, à l'investissement dans tel ou tel sous-jacent. Au surplus, la compétitivité de la Place de Paris en serait amoindrie, sans contrepartie notable en faveur de la protection de l'épargne. En l'état actuel du marché, celle-ci peut être mieux assurée par une responsabilisation accrue des sociétés de gestion et un contrôle mieux ciblé des aptitudes de celles-ci à l'assumer.

Encore une fois, cette évolution n'est pas entièrement nouvelle, comme en témoigne la mise en œuvre par l'AMF des textes européens sur le calcul de l'engagement des OPCVM, qui insiste à plusieurs reprises sur l'autonomie et sur la responsabilité de la société de gestion<sup>6</sup>. Elle ne concerne bien évidemment pas tous les instruments financiers, dont certains demeurent sans ambiguïté exclus de l'éligibilité ou limités au *ratio* de 10 %.

## II. Le mouvement de responsabilisation des sociétés de gestion doit être poursuivi à l'occasion de la mise à leur disposition de nouvelles opportunités d'investissement

Dans ce contexte, l'élargissement des classes d'actifs dans lesquelles peut investir un OPCVM à des actifs aux caractéristiques à la fois plus complexes et moins homogènes doit être mis en perspective avec l'obligation de la société de gestion de disposer d'une organisation, de moyens et de procédures adaptés à ses activités<sup>7</sup>.

Cette responsabilité trouve notamment sa traduction dans le programme d'activité de la société de gestion, lequel "précise les conditions dans lesquelles elle envisage de fournir les services concernés et indique le type d'opérations envisagées et la structure de son organisation<sup>8</sup>."

La déclinaison opérationnelle de ce programme d'activité implique que, pour toute décision d'investissement, la société de gestion aille au-delà de la vérification de l'appartenance de l'instrument financier considéré à une classe d'actifs éligibles pour apprécier l'investissement potentiel sous toutes ses composantes : cohérence avec l'objectif de gestion du fonds, mais également impact sur la liquidité du portefeuille, appréciation des risques propres à l'instrument financier, de leur impact sur le profil de risque du portefeuille, des caractéristiques juridiques de l'instrument financier, des conditions de valorisation...

Elle suppose que la société de gestion dispose des moyens humains et techniques nécessaires à la mise en œuvre de ces diligences et selon des procédures traçables permettant d'en justifier la mise en œuvre et faisant l'objet d'un contrôle au titre du dispositif de contrôle interne et de contrôle de conformité.

<sup>6</sup> Le 21 mars 2006, l'AMF avait publié une instruction d'application n° 2006-04 ayant pour objet de préciser les modalités de calcul de l'engagement des OPCVM sur les instruments financiers à terme introduites dans le règlement général de l'AMF par les articles 411-44-1 à 411-44-5. Dans le communiqué de presse précité, l'AMF avait été amenée à préciser :

- qu'il demeurerait de l'entière responsabilité de la société de gestion de s'assurer du respect à tout moment du ratio d'engagement des OPCVM, par les approches et les méthodes qu'elle estime adaptées à chacune des situations gérées ;
- que la société de gestion gardait l'entière responsabilité de la description du profil de risque de l'OPCVM, de même que le commercialisateur devait s'assurer que le produit proposé et son profil de risque sont adaptés au souscripteur. Les modalités de calcul de l'engagement doivent être d'autant plus prudentes et conservatrices que l'OPCVM présente un profil rendement / risque agressif ou complexe, ou qu'il est destiné à une clientèle peu expérimentée, peu à même de comprendre les limites intrinsèques à toute méthode de mesure (...);
- qu'en matière de contrôle des risques, la société de gestion doit se doter d'une organisation, de moyens humains et d'outils techniques leur permettant de se conformer aux dispositions de l'article R. 214-19 du code monétaire et financier. Ce point est explicitement rappelé dans l'instruction. Une société de gestion ne pourra donc en aucun cas tirer argument du respect des dispositions relatives à l'engagement des OPCVM pour justifier de la pertinence du système plus global de contrôle des risques. Il était rappelé que seul un contrôle des risques adapté permet d'encadrer des situations de crise grave telles que le défaut d'un émetteur ou d'un pays. Au final, le respect du ratio d'engagement et la mise en place d'un dispositif de contrôle des risques adapté aux stratégies mises en œuvre sont donc deux exigences distinctes.

<sup>7</sup> Articles 322-12 à 322-15 du règlement général de l'AMF.

<sup>8</sup> Article 322-11.

Elle suppose également que la cible de clientèle de l'OPCVM ait été définie, l'appréciation de certains éléments étant fonction de cette cible.

Cette approche est cohérente avec l'approche retenue au plan européen : comme indiqué plus haut, la directive d'application de la directive OPCVM clarifie le périmètre des actifs éligibles aux OPCVM coordonnés en introduisant, pour certaines classes d'actifs identifiés comme éligibles par la directive UCITS III, des critères additionnels qui vont au-delà de la simple qualification juridique des instruments financiers concernés et dont l'appréciation suppose l'existence d'une organisation, de procédures et de moyens adaptés au sein des sociétés de gestion.

Ainsi la directive d'application introduit-elle de façon explicite, pour les valeurs mobilières cotées sur un marché réglementé - ou assimilées -, les notions de valorisation fiable, de disponibilité d'une information à jour et exacte, de négociabilité ou encore de liquidité compatible avec les conditions de rachat de l'OPCVM. Une approche similaire est retenue pour les autres instruments financiers objets de cette directive : instruments financiers à terme, instruments du marché monétaire, OPCVM indiciels, etc.

Si, dans l'attente de la transposition de cette directive en droit national, ces exigences ne se retrouvent pas toutes mentionnées explicitement dans la réglementation, on notera qu'elles peuvent presque toutes être rattachées à des principes plus généraux déjà présents dans la réglementation : ainsi, le critère de valorisation peut-il être *"mis en regard de l'exigence existante de pouvoir valoriser à tout moment de manière précise et indépendante [les] éléments d'actif et de hors-bilan"*.

En pratique, les diligences de la société de gestion seront modulées en fonction de la nature et de la complexité de l'instrument financier étudié. Il est évident que, s'agissant des actions émises par une grande entreprise européenne et cotées sur un marché réglementé dans des conditions induisant une bonne liquidité des titres, la société de gestion pourra s'appuyer sur les caractéristiques intrinsèques de ces titres pour apprécier les différentes composantes de l'investissement et se concentrera, en pratique, sur la cohérence de cet investissement avec l'objectif de gestion et la stratégie d'investissement de l'OPCVM. A l'inverse, l'investissement dans des instruments à la liquidité incertaine - même s'ils sont cotés sur un marché réglementé - ou structurés selon des montages juridiques complexes nécessitera des diligences complémentaires.

On peut citer, de façon non exhaustive, les diligences que la société de gestion doit classiquement être en mesure de mettre en œuvre :

- tout d'abord, l'analyse de l'appartenance à une classe d'actifs éligibles puis, au sein de cette classe d'actifs, la vérification des critères additionnels prévus par la réglementation, étant précisé que les critères de la directive d'application ont vocation à venir, selon les cas, s'ajouter ou se substituer, en les précisant, aux critères existants, et que beaucoup, sinon tous, découlent de dispositions déjà applicables relatives aux actifs éligibles (partie réglementaire du code monétaire et financier) ou aux moyens et à l'organisation des sociétés de gestion (règlement général de l'AMF) ;
- puis, la cohérence de l'instrument financier avec l'objectif de gestion, la stratégie d'investissement et le profil de risque de l'OPCVM, en tenant compte de la cible de clientèle de l'OPCVM ;

<sup>9</sup> Article R. 214-19 de la partie réglementaire du code monétaire et financier.

- enfin, l'analyse de la capacité de celui-ci à s'intégrer dans de bonnes conditions au portefeuille global d'un fonds, à ses règles d'investissement et de fonctionnement (contraintes de liquidité), et de la capacité de la société de gestion à valoriser l'instrument et à appréhender de façon adéquate sa contribution au profil de risque global de l'OPCVM.

Ces principes trouvent leur illustration dans des cas récents d'acquisition par des OPCVM de titres dont l'éligibilité était auparavant restreinte ou incertaine. On notera que l'acquisition indirecte de ces mêmes titres - cas d'OPCVM ou de mandats investissant dans des OPCVM eux-mêmes investis dans ces titres - ne relève pas des développements ci-dessous.

#### a) Les OPCVM investissant dans des "cat bonds"

Des OPCVM investissant une part significative de leur actif dans des "cat bonds" ont récemment été créés. Généralement assimilables à des obligations, ces titres offrent des perspectives de rendement supérieures aux titres obligataires classiques en contrepartie d'une prise de risque en capital en cas d'occurrence d'événements catastrophiques.

L'acquisition de tels titres pour le compte d'un OPCVM suppose, à l'évidence, la réalisation de diligences adaptées par la société de gestion. Sans que cette liste soit exhaustive, les points suivants semblent notamment devoir faire l'objet d'une attention particulière :

- appartenance à la classe d'actifs des titres de créance : les "cat bonds" sont fréquemment émis par des entités dédiées situées dans des juridictions *off-shore* ; il appartient à la société de gestion de vérifier qu'ils présentent les caractéristiques de titres de créance ;
- vérification des critères additionnels posés par la réglementation : si l'investissement dans les *cat bonds* se fait au titre de l'actif général du fonds et non du *ratio* dit "autres valeurs", ceux-ci doivent satisfaire aux exigences relatives à la cotation<sup>10</sup> ;
- cohérence avec l'objectif de gestion et le profil rendement/risque du fonds : si l'acquisition de *cat bonds* peut être réalisée dans un but de diversification du portefeuille et de réduction de l'exposition du fonds aux risques de marché classiques, elle doit, avant tout, être cohérente avec les caractéristiques du fonds telles que décrites dans le prospectus. Ainsi, l'acquisition de *cat bonds* - y compris à titre accessoire - au sein d'un OPCVM dont le profil rendement / risque se référerait exclusivement aux risques de taux et de crédit ne pourrait être considérée comme cohérente avec les caractéristiques du fonds. *A contrario*, une telle acquisition pourrait être réalisée par un OPCVM tirant l'essentiel de son rendement des risques de taux et de crédit mais dont le prospectus simplifié mentionnerait la possibilité de s'exposer à titre accessoire à de tels titres et afficherait un objectif de gestion et un profil rendement / risque adaptés en conséquence. Dans une telle situation, une attention particulière devrait être portée à la cible de clientèle et aux conditions de commercialisation du fonds afin de limiter tout risque de mauvaise compréhension du profil rendement / risque du fonds par les investisseurs, notamment particuliers.

<sup>10</sup> De l'article du R. 214-2 du code monétaire et financier.

- impact sur la capacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachat : le marché secondaire des *cat bonds* est très peu développé et il est probable que la survenue d'une catastrophe naturelle pourrait diminuer encore un peu plus la liquidité de ces titres. Cet élément doit être pris en compte par la société de gestion pour évaluer la capacité de l'OPCVM à faire face à tout moment aux demandes de rachat formulées par ses porteurs. Il doit être mis en perspective avec la nature et la structure des souscripteurs : un fonds commercialisé à des institutionnels, ayant une stratégie d'investissement de long terme, présentera généralement un actionnariat plus stable qu'un fonds destiné à des investisseurs particuliers. Ces derniers sont en effet plus sensibles aux variations à court terme de la valeur liquidative et peuvent avoir une attitude procyclique qui se traduira par des demandes de rachats de parts en cas de baisse de cette valeur liquidative. La part de l'actif de l'OPCVM investi dans des *cat bonds* sera en conséquence généralement plus faible dans un fonds commercialisé à des investisseurs particuliers que dans un fonds destiné à des investisseurs institutionnels ;
- capacité de la société de gestion à valoriser le *cat bond* : la valorisation d'un *cat bond* repose à la fois sur les conditions offertes par les intervenants sur le marché secondaire du titre et sur une appréciation du risque d'occurrence des catastrophes - et pour certains titres du montant du préjudice subi par les assurés du fait de ces événements - auxquels le titre est lié ;

Compte-tenu de la liquidité incertaine de ce marché secondaire et du risque d'une crise de liquidité affectant l'ensemble de la classe d'actifs en cas de catastrophe même isolée, la valorisation ne peut reposer exclusivement sur les conditions offertes sur le marché secondaire. Elle ne peut pas, non plus, s'appuyer uniquement sur une valorisation théorique à partir du risque d'occurrence des événements compte-tenu de l'incertitude liée à cette évaluation - celle-ci reposant sur des modèles mathématiques complexes et des bases de données n'ayant pas nécessairement une profondeur de données suffisante et nécessitant une expertise dont ne disposera généralement pas la société de gestion - et du fait que la valeur de marché d'un *cat bond* peut différer de façon très substantielle de sa valeur théorique. La difficulté à modéliser le montant du préjudice subi par les assurés peut amener la société de gestion à exclure de son périmètre d'investissement les *cat bonds* dit indemnitaires - dans lesquels la perte en cas de catastrophe est fonction du préjudice subi - au profit des *cat bonds* dit paramétriques - dans lesquels la perte dépend de paramètres aisément observables : vitesse du vent, intensité du séisme ;

L'acquisition de *cat bonds* suppose donc que la société de gestion apprécie la précision de la valorisation qu'elle sera en mesure de réaliser au regard tant de la part de l'actif du fonds investi dans ce titre que du profil de souscriptions/rachats anticipé : l'acquisition de *cat bonds* dans un fonds contractuel, commercialisé exclusivement auprès d'investisseurs institutionnels investis dans une logique de *buy and hold* soulèvera moins d'interrogations que dans un fonds enregistrant quotidiennement des souscriptions/rachats. Elle ne pourra cependant pas amener la société de gestion à tirer argument de la stabilité des porteurs du fonds pour justifier une valorisation imprécise de l'actif de l'OPCVM.

- capacité de la société de gestion à apprécier le profil rendement / risque du *cat bond* et sa contribution au profil de risque du portefeuille : aux risques habituellement liés à l'acquisition d'un titre de créance classique s'ajoutent non seulement les risques liés à l'exposition recherchée à des événements catastrophes mais également les risques éventuels liés à la structure juridique sous-jacente. Leur analyse est une étape indispensable dans le processus d'investissement de la société de gestion.

*b) Les OPCVM investissant dans des titres échangés sur le marché Alternext*

Les titres échangés sur Alternext ont récemment été rendus plus largement éligibles aux OPCVM à vocation générale<sup>11</sup>. La gestion de cette évolution réglementaire par la validation d'un programme d'activité spécifique par chaque société de gestion n'est pas apparue comme une méthode pertinente d'accompagnement de cette évolution. Il revient de façon claire à la société de gestion de s'organiser de façon à apprécier de manière adaptée au contexte d'un fonds ou d'une stratégie particulière la pertinence de l'investissement dans un titre donné. Ainsi, on peut, à nouveau, citer quelques éléments de contexte pertinents à apprécier avant un investissement dans ce type d'instrument financier :

- cohérence avec l'objectif de gestion et le profil rendement / risque du fonds ;
- impact sur la capacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachat : les volumes échangés sur Alternext, marché organisé, ne sont pas comparables aux volumes échangés sur les grandes capitalisations d'Euronext. Dans ce cadre, la liquidité doit être appréciée en prenant en compte le volume des titres échangés, celui de la capitalisation flottante, celui des titres possédés par l'OPCVM, la capacité de l'OPCVM à vendre ses titres sans influencer de façon indue le cours du titre. La structure du passif du fonds (nature et concentration des souscripteurs) doit, là encore, être prise en considération. La part de titres présentant une liquidité réduite ou pouvant se réduire significativement et rapidement doit être déterminée en tenant compte de la nécessité de pouvoir réaliser rapidement une part plus ou moins importante de l'actif du fonds pour honorer des demandes de rachat ;
- capacité de la société à valoriser les titres échangés sur Alternext : le recours à la valeur d'échange des titres sur Alternext suppose que leur liquidité soit suffisante pour que cette valeur soit représentative de la valeur probable de négociation des titres dans l'hypothèse où ils seraient cédés par l'OPCVM, et que soit pris en compte le montant des titres détenus par l'OPCVM au regard des volumes échangés habituellement pour apprécier cette représentativité. Cette analyse peut amener la société de gestion à renoncer à acquérir certains titres compte-tenu de l'impossibilité de les valoriser de manière précise et indépendante ;
- disponibilité de l'information relative aux titres : la possibilité de coter des actions sur Alternext sans faire appel public à l'épargne inclut dans le périmètre des actions potentiellement éligibles à l'actif des OPCVM des actions émises par des entités pour lesquelles l'information disponible peut ne pas être aussi large que pour les titres faisant appel public à l'épargne. L'acquisition de tels titres par un OPCVM suppose que la société de gestion adapte son processus de sélection et de suivi des titres en conséquence.

<sup>11</sup> Modification de l'article R. 214-2 du Code monétaire et financier par le décret 2006-1726 du 23 décembre 2006.

c) *L'émergence de véhicules de titrisation de niveaux de sophistication croissants*

Enfin, on citera comme dernier exemple l'émergence de véhicules de titrisation particulièrement sophistiqués. Face à l'essor croissant des véhicules de titrisation de type CDO (*Collateralized Debt Obligation*), de plus en plus de sociétés de gestion s'interrogent sur les conditions dans lesquelles les OPCVM qu'elles gèrent peuvent investir dans ce type d'instruments financiers. Outre une mise à jour éventuelle du programme d'activité de la société de gestion en cas d'évolution des moyens et procédures, pour tenir compte des caractéristiques de ces titres, on peut à nouveau illustrer dans ce cas particulier les principes posés plus haut :

- appartenance à la classe d'actifs des titres de créance et vérification des critères additionnels posés par la réglementation : le raisonnement est ici similaire au raisonnement développé pour les *cat bonds* ;
- cohérence avec l'objectif de gestion et le profil rendement / risque de l'OPCVM : si les titres émis par des véhicules de titrisation - et notamment les tranches les plus seniors - sont souvent utilisés en substitution de titres de créance émis par des entreprises et des institutions financières dans des fonds monétaires ou obligataires, ils présentent un profil rendement / risque différent : au risque de taux éventuel s'ajoute un risque de crédit dont les caractéristiques diffèrent du risque de crédit des entreprises et institutions financières. Atténué par la diversification du portefeuille sous-jacent, il peut être amplifié par la structuration du véhicule de titrisation et suppose d'apprécier les corrélations du risque de crédit des entités sous-jacentes. Comme pour les *cat bonds*, la complexité des montages juridiques sous-jacents peut également être source de risque. La notation éventuelle du titre doit donc être mise en perspective avec ces différents éléments. L'acquisition de tels titres dans un portefeuille obligataire suppose donc une mention explicite de cette possibilité et surtout un aménagement en conséquence de l'objectif de gestion et du profil de risque de l'OPCVM.
- conditions de valorisation, impact sur le profil rendement / risque de l'OPCVM et liquidité : le raisonnement est ici similaire au raisonnement développé pour les *cat bonds*. La faible liquidité du marché secondaire, la transparence inégale sur les actifs sous-jacents, l'existence de risques amplifiés ou autres que les risques de marché classique sont autant d'éléments qui justifient des diligences additionnelles des sociétés de gestion et peuvent l'amener à prendre la décision de céder le titre en cas d'évolution de ces différentes composantes.

## CONCLUSION

L'évolution permanente des instruments financiers et des techniques de gestion suppose une évolution en parallèle du cadre de régulation de l'activité de gestion pour compte de tiers. Cette évolution repose sur une responsabilisation renforcée des sociétés de gestion et une vigilance accrue des conditions de commercialisation des produits en contrepartie d'une approche plus souple des règles d'investissement des OPCVM. Sa portée va naturellement au-delà du cadre de cet article, restreint au périmètre d'investissement des OPCVM. Elle s'inscrit aujourd'hui dans la démarche de "meilleure régulation" évoquée en introduction et notamment dans les engagements pris par l'AMF, en termes de principe :

- efficacité : l'AMF doit se soucier de l'impact des actions qu'elle mène et se doter d'outils de mesure des résultats atteints ;
- proportionnalité : l'AMF doit prévoir des mesures proportionnées au résultat à atteindre en contrepartie des efforts demandés aux professionnels concernés ;
- responsabilité : le dispositif réglementaire doit permettre aux acteurs de s'engager eux-mêmes sur la conformité de leur dossier.

L'approche de régulation de la gestion pour compte de tiers a jusqu'à présent permis d'encadrer au plus près et de manière efficace la mise en œuvre par les sociétés de gestion de solutions financières innovantes. Toutefois, il est indispensable de poursuivre son adaptation au contexte économique et réglementaire européen.

En effet, dans un cycle de forte innovation et de concurrence accentuée, le mode de régulation adopté par l'AMF constitue un enjeu majeur, tant au regard de sa pertinence pour la protection de l'épargne qu'au regard de son impact sur la compétitivité et le développement de l'industrie financière française.

Dans cette perspective, deux évolutions apparaissent nécessaires voire naturelles :

- le passage, cohérent avec la démarche européenne, d'une approche très précise et encadrée des règles d'éligibilité des instruments financiers à l'actif des OPCVM à une responsabilisation des sociétés de gestion au regard de critères prédéfinis ;
- la révision des modalités d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, qui impliquerait l'abandon d'une approche de contrôle exhaustif et précis, à travers des programmes d'activité détaillés, et l'évolution vers un contrôle ciblé sur l'organisation des sociétés de gestion et leur capacité à évaluer préalablement à l'investissement leur maîtrise des instruments financiers et des stratégies innovants qu'elles souhaitent mettre en œuvre.

# La notation est-elle une réponse efficace aux défis du marché des financements structurés ?

*Ce rapport a été préparé par le Département des études de l'Autorité des marchés financiers. Il repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu'à la date de publication du rapport et sont sujettes à modification dans le temps. Le contenu de ce rapport n'a, en aucune manière, vocation à indiquer ou garantir ces futures évolutions. Toute copie, diffusion et reproduction de ce rapport, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF*

## RÉSUMÉ

L'étude qui suit se concentre sur le positionnement des agences de notation dans le marché des financements structurés et plus particulièrement celui des CDO. Elle s'inscrit dans la continuité des analyses développées dans la "Cartographie 2007 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne" publiée par l'AMF en octobre 2006<sup>1</sup>.

Le marché européen de la titrisation a atteint en 2006 un volume d'émission de 450 milliards d'euros, dans un cadre qui est apparu suffisamment sécurisé pour y attirer un nombre croissant d'investisseurs. Les agences ont développé leurs ressources à la fois humaines et techniques pour faire face à cet enjeu, comme le démontre l'évolution favorable des moyens qu'elles ont dévolus à cette activité, notamment au niveau de leurs bureaux parisiens. L'étude souligne le niveau élevé de concentration de ce marché, avec seulement 12 banques représentant environ 70 % des opérations effectuées. Elle met également en exergue le rôle fondamental des agences de notation dans cette activité et le poids prépondérant de la titrisation pour ces dernières, allant jusqu'à 50 % de leur chiffre d'affaires. Elle examine les conflits d'intérêts pouvant découler de cette situation, en particulier au regard des activités annexes des agences de notation et de la participation des analystes aux négociations commerciales avec les arrangeurs. Elle pose la question des limites inhérentes aux modèles de notation des agences dans un contexte d'évolution technologique permanente des produits. L'analyse souligne, enfin, les potentielles asymétries d'information dans le marché secondaire entre les investisseurs, d'un côté, et les agences de notation et les *sponsors* des opérations, de l'autre.

Le régulateur a pour souci de s'assurer que le développement des moyens des agences correspond aux besoins du marché en taille et en complexité, afin de maintenir et renforcer leur crédibilité en la matière. Par ailleurs, il doit veiller à ce que les participants à ce marché disposent d'une information satisfaisante. Cette étude envisage donc les propositions réglementaires qui pourraient être faites au plan européen pour améliorer le fonctionnement de ce marché au travers :

- d'une clarification du contenu et de la portée des méthodologies utilisées pour la notation des opérations primaires de titrisation, notamment par rapport à la notation financière plus traditionnelle des entreprises ;
- et d'une revue de la réglementation applicable en matière d'information permanente et périodique au cours de vie de ces produits.

<sup>1</sup> Consultable sur le site internet de l'AMF : Rubrique consultations > consultations AMF > sujets autres

## LE MARCHÉ DES FINANCEMENTS STRUCTURÉS

Un financement structuré peut être défini par trois caractéristiques principales : (1) un *pool* d'actifs identifiés et juridiquement isolés (sous forme d'instruments "cash" ou synthétiques) ; (2) une émission de dette gagée sur ce *pool* d'actifs, avec, en cas de défaut, un recours limité à ces actifs ; et (3) un passif structuré en tranches. Cette structure permet une déconnexion entre les notations obtenues par l'opération sur les différentes tranches et la notation de l'originateur de l'opération. Les véhicules de titrisation sont, généralement, des entités créées spécifiquement à cet effet, sous forme de *Special Purpose Vehicles* (SPV) ou de Fonds communs de créances (FCC) de droit français<sup>2</sup>, avec une durée de vie équivalente à la durée de vie des actifs qui y sont transférés.

La structuration de la dette est obtenue en recourant à la technique de la subordination, qui consiste à établir une hiérarchie au sein des porteurs de titres. Généralement, une tranche "equity" vient absorber l'essentiel du risque attaché au portefeuille d'actifs titrisés. En cas de réalisation d'un événement de crédit, ce sont les détenteurs de cette tranche qui assumeront les premiers les pertes éventuelles en découlant (pertes en principal, rupture des versements d'intérêts, etc.). Vient, généralement, ensuite une tranche mezzanine (ou différentes tranches plus ou moins "junior"), qui présente une exposition intermédiaire au risque. Enfin, le dernier étage est constitué de la dette "senior", qui présente la plus faible exposition au risque de crédit. La dette mezzanine et la dette *senior* bénéficient, le plus souvent, d'une appréciation par une agence de notation. La position privilégiée de la dette *senior* lui permet, en règle générale, de bénéficier de la note maximum, c'est-à-dire AAA/Aaa, parfois avec l'intervention d'un garant de type assurance *monoline* (technique dite de "credit enhancement").

Un des objectifs majeurs du processus de segmentation de la dette est donc de créer des instruments aux profils risque/rendement suffisamment diversifiés pour correspondre aux différents types d'investisseurs dans le marché.

Exemple de segmentation :

Emetteur	Vendeur	tranches	devises	Moodys	S&P	Fitch	Montant (EUR M)	durée (années)	taux à l'émission	support de crédit
SPV XXX	banque YYY	A	EUR	Aaa	AAA	AAA	254	8,4	3mE+ 24	29,1
		B	EUR	Aa2	AA	AA	22	11,2	3mE+ 41	22,9
		C	EUR	A2	A	A	21	11,8	3mE+ 63	13,13
		D	EUR	Baa2	BBB	BBB	14	12,2	3mE+ 166	9,5
		E	EUR	Ba2	BB	BB	13	12,6	3mE+ 375	7,82
		F	EUR	B2	-	-	6	12,9	3mE+ 600	

Un support de crédit fixé à 7,82 signifie que la tranche E sera affectée dès que les pertes sur la valeur des actifs du SPV atteindront 7,82 % du total du passif (point d'attachement). Le point de détachement est le niveau à partir duquel l'ensemble de la tranche a dû absorber les pertes (c'est-à-dire, par exemple, pour la tranche E, quand les pertes du SPV dépasseront 9,5 % du total)<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Certains fonds ou SPV sont néanmoins "rechargeables", c'est-à-dire réutilisables pour plusieurs opérations dans le temps..

<sup>3</sup> Il n'a pas été, dans cet exemple, tenu compte de l'existence d'un éventuel excess spread.

## Les types d'actifs

La pratique de marché consiste à qualifier de MBS ("*Mortgage Backed Securities*") les opérations de titrisation gagées sur des crédits hypothécaires et à n'utiliser, généralement, le terme ABS que pour les autres opérations sur instrument *cash* comme, par exemple, la titrisation de prêts à la consommation ou de prêts automobile. Les MBS eux-mêmes se subdivisent entre CMBS ("*Commercial Mortgage-Backed Securities*") et RMBS ("*Residential Mortgage-Backed Securities*").

La panoplie des instruments de titrisation a été étendue avec l'introduction des CDO ("*Collateralised Debt Obligations*"). Proches des ABS dans leur principe général, ils se distinguent par la nature du portefeuille d'actifs sur lequel repose l'opération de titrisation. Les actifs concernés par une opération de CDO sont soit des prêts (on parle alors de CLO ou "*Collateralised Loan Obligations*"), soit des titres obligataires (CBO ou "*Collateralised Bond Obligations*") ou, plus récemment, des dérivés de crédit (on parle alors de CDO synthétiques). En outre, alors que les ABS sont adossés à un portefeuille d'actifs homogènes et présentant un nombre important de lignes, les CDO font davantage jouer le principe de diversification à travers l'hétérogénéité de leur portefeuille et sont, en règle générale, composés d'un nombre de lignes plus réduit.

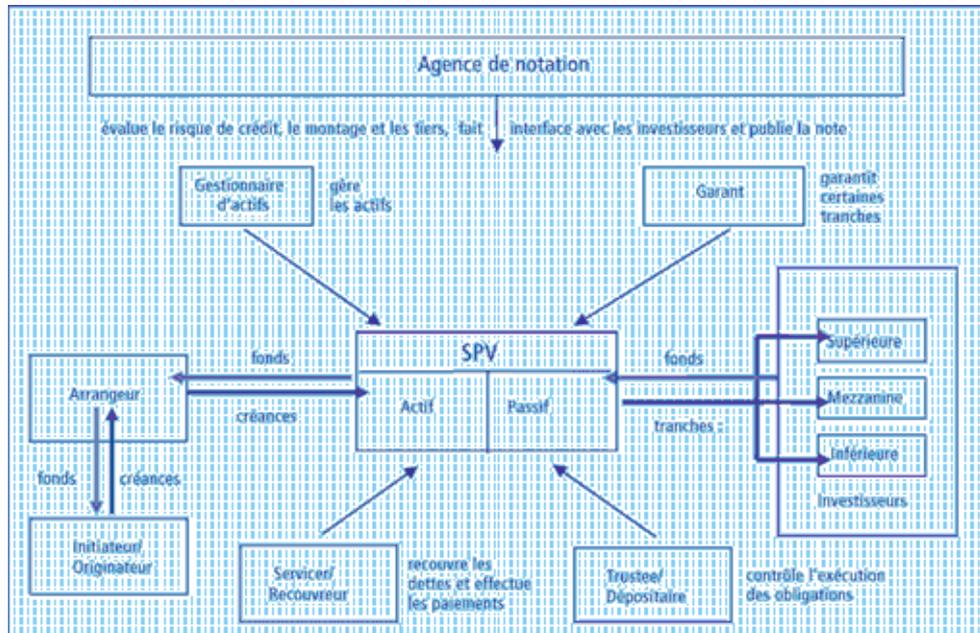
## Les acteurs

Les participants à une opération de titrisation incluent :

- les arrangeurs, généralement des banques, qui mettent en place la structure de l'opération, la segmentation des tranches et sont en charge de leur commercialisation ;
- une ou plusieurs entités initiatrices qui sont à l'origine de la constitution de l'actif du SPV, soit en y transférant une partie de leurs actifs économiques (les cédants) soit en les achetant sur le marché (les originateurs, qui sont alors souvent les banques arrangeuses) ;
- le "*servicer*" en charge du suivi et de la gestion des actifs du *pool*, notamment le recouvrement des créances (le *servicer* est souvent soit le vendeur, soit une filiale de ce dernier, dans la mesure où il est le mieux à même de gérer les actifs qui sont, souvent, des créances que lui-même avait accordées) ;
- le gestionnaire du *pool* d'actifs<sup>4</sup> (notamment pour les opérations de CDO) qui peut aussi être l'originateur de l'opération, lorsqu'il y a lieu de procéder à une gestion active du *pool* sous forme d'achats, de ventes ou de *swaps* de créances ;
- le "*trustee*" ou dépositaire dont le rôle est de veiller à la rémunération des investisseurs et au respect de la documentation juridique de la transaction ;
- les avocats qui ont pour mission de conseiller un ou plusieurs intervenants dans le cours des négociations et de délivrer une opinion juridique sur la cession effective des actifs, et souvent sur le droit de la faillite applicable ;
- l'agence de notation qui évalue le risque de crédit et la structure de l'opération, et produit une notation pour chaque tranche (à l'exception de la tranche dite *junior* généralement non notée).

<sup>4</sup> *Asset manager*.

## Financement structuré : intervenants et fonctions respectives Opérations sur créances cédées



Source : "Financement structuré : complexité, risque et recours aux notations - BRI Juin 2005"

### Le rôle des agences de notation

En raison de la complexité des opérations et de la diversité des actifs sous-jacents impliqués dans les opérations de tirisation, la plupart des investisseurs (à l'exception de ceux qui souscrivent aux tranches *juniors* ou très subordonnées) n'ont pas d'équipe d'analystes dédiés pour leur permettre d'analyser chaque transaction. C'est pourquoi un grand nombre d'investisseurs se reposent largement sur l'analyse réalisée par les agences, à la fois au moment de l'émission mais aussi pendant toute la durée de vie de la transaction à travers la surveillance que les agences effectuent des notations qu'elles ont attribuées. Si la nature de la notation est identique pour les financements structurés et la notation d'entreprise, le rôle et l'approche de l'agence sont très différents dans les deux cas. En ce qui concerne la titrisation, le processus de notation fait partie intégrante de la structuration du produit. L'intervention de l'agence se situe plus en amont et la notation est non pas un résultat mais un objectif à atteindre pour l'arrangeur, l'agence indiquant les paramètres devant être pris en compte pour obtenir la notation souhaitée. L'agence a, en particulier, une incidence indirecte sur la configuration des tranches pour permettre la notation la plus élevée possible de l'émission "*senior*".

## Les chiffres

Le marché de la titrisation européenne a augmenté de plus de 25 % en 2005 pour atteindre un volume total d'émissions de 361 milliards d'euros. Comme en 2004, le marché est largement dominé par les opérations réalisées au Royaume-Uni qui représente environ 40 % des opérations, suivi par l'Espagne, les Pays-Bas et l'Italie (environ 10 % chacun). De même que l'an passé, les opérations RMBS ont dominé le marché pour plus de 44 % du volume total émis, les CDO représentant 24 %, les ABS 17 % et les CMBS 15 %. Par contre, en nombre d'opérations, les CDO (y compris les CDO synthétiques) l'ont largement emporté avec plus de 72 % des opérations. En 2006, le marché européen de la titrisation a connu une croissance de plus de 40 % avec un volume d'émissions de 450 milliards d'euros, les CDO comptant pour plus de 100M euros dont environ 10 % de CDO synthétiques. A titre d'exemple, le volume des opérations de CLO a approché celui des émissions "high yield" (23 milliards d'euros contre 25 milliards d'euros). Enfin, pour la première fois en 2006, le montant de l'encours des opérations de titrisation européennes a dépassé les 1000 milliards d'euros

## RISQUES ET PROBLÉMATIQUES DES PROCESSUS DE NOTATION

### Le marché bénéficie-t-il d'un spectre d'opinions assez large concernant la qualité des transactions ?

La concentration est une des principales caractéristiques du marché des financements structurés. Douze banques représentent plus de 70 % des transactions européennes et trois agences de notation couvrent l'ensemble du marché (deux d'entre elles représentant 80 % du total). A la lumière du marché français, en 2005, trois cabinets d'avocats intervenaient dans plus de 60 % des opérations de CDO et trois autres étaient présents dans plus de 50 % des opérations de MBS. La plupart des équipes bancaires dédiées aux opérations de CDO sont localisées à Londres. En ce qui concerne les autres types d'opérations, la localisation varie, l'équipe réalisant l'opération étant souvent située dans le pays du vendeur des actifs titrisés.

Les activités de financements structurés génèrent désormais entre 40 % et 50 % de la totalité du revenu des agences de notation. Les résultats financiers des agences dépendent donc étroitement du processus de sélection d'un nombre limité de banques.

La source de risque principale provient, dès lors, de la pression commerciale et de la compétition entre agences, celles-ci pouvant être amenées à devoir noter une opération innovante et complexe, mais génératrice de revenus conséquents, dans une période de temps très courte. Ce phénomène, malgré les procédures mises en place par les agences, pourrait conduire à des erreurs ou à ne pas prendre en compte l'ensemble des risques attachés à l'opération. De plus, on peut se demander si, avec le volume fortement croissant des émissions, les agences disposent d'analystes suffisamment nombreux et expérimentés (d'autant plus qu'un marché actif peut favoriser une rotation plus importante des effectifs). On peut se poser une question identique en ce qui concerne le suivi ultérieur des transactions par les agences. Enfin, le faible nombre d'analystes, du côté des investisseurs, aboutit à ce que le marché se repose essentiellement sur l'opinion d'une agence (sauf quand les transactions font l'objet d'une notation multiple<sup>5</sup>), ce qui est moins le cas sur le marché de la notation financière des entreprises où les analystes sont beaucoup plus présents.

<sup>5</sup> Néanmoins, a contrario plus le nombre d'agences impliquées est important, plus les investisseurs se reposent sur cette information..

## Les agences de notation ont-elles mis en place les mesures appropriées pour gérer leurs conflits d'intérêts potentiels ?

En raison de la complexité de certaines opérations, des analystes peuvent occasionnellement être impliqués dans les négociations commerciales tarifaires. A cet égard, le rapport du CESR sur le respect par les agences de notation du code de conduite de l'OICV précise que : *"DBRS, Fitch et Moodys ne respectent pas le point 2.12 du code de l'OICV en ce qui concerne la participation des équipes des agences aux négociations tarifaires avec les entités notées. De manière générale, ces trois agences adhèrent au code de l'OICV, mais toutes les trois prévoient des exceptions. Une des raisons provient, entre autres, des problèmes de langue rencontrés par les petites succursales qui peuvent amener les départements en charge de réaliser la notation à participer aux discussions. Une autre explication peut provenir de la complexité de l'opération, en particulier en ce qui concerne les financements structurés qui peut conduire les équipes en charge de la notation à évaluer en amont la quantité de travail nécessaire à la notation, ce qui conduit à avoir un impact sur la tarification. On ne peut donc pas considérer que ces agences sont en conformité avec le code de l'OICV sur ce point<sup>6</sup>".*

Depuis 2005, certaines agences ont aussi proposé un service de fixation du prix des transactions sur le marché secondaire des titres de dette. Dans la mesure où les agences sont les seules décisionnaires d'éventuels changements de notation, eu égard à l'asymétrie potentielle d'information entre les participants sur le marché de la titrisation et du fait que la notation y constitue souvent une base essentielle, sinon exclusive, de la fixation du prix, ce type de nouveau service pose la question de la nature des informations utilisées par les agences pour nourrir leur système et du mélange éventuel des responsabilités entre les décisions de changement de notation et de fixation des prix sur le marché secondaire. Certaines agences ont organisé une séparation juridique entre ces activités et précisent appliquer le *corpus* de règles déontologiques usuelles. Dans tous les cas, il semble essentiel qu'eu égard au rôle des agences sur ce marché, il n'existe, au minimum, aucun lien technique ou humain, formel ou informel, entre les deux activités, qui pourrait influencer les décisions de l'une ou l'autre.

## Existe-t-il des problématiques particulières en ce qui concerne l'environnement juridique des transactions ?

S'agissant de transactions complexes, les risques juridiques associés sont potentiellement importants et sont donc un des paramètres clés de l'appréciation portée par les agences sur la structure et pour la notation des différentes tranches. Les avocats ont pour mission principale de conseiller un ou plusieurs des intervenants dans le cours des négociations et de délivrer une opinion juridique sur la cession des actifs et le droit de la faillite qui leur est applicable. Ils interviennent aussi pour délivrer des opinions sur certains aspects de la transaction, conditions essentielles de la notation souhaitée et donc du succès de l'opération. Les avocats sont amenés à indiquer dès le départ, souvent à la demande des agences, les obstacles éventuels ou les réserves qui pourraient y être incluses.

Les agences ne recourant pas toujours à des conseils externes demandent régulièrement, à titre d'information, les analyses que les avocats ont produites pour l'arrangeur sur des points intéressant l'ensemble des parties à la transaction. Il y a, en effet, peu de cabinets d'avocats actifs sur le marché des financements structurés et un seul et même cabinet intervient souvent pour plusieurs parties sur une même opération, conduisant potentiellement à des conflits d'intérêts.

<sup>6</sup> "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies" OICV - Décembre 2004

## Les banques peuvent-elles aisément arbitrer les modèles des agences ?

Les modèles conduisant à la notation des CDO sont susceptibles d'être arbitrés par les arrangeurs bancaires, notamment en ce qui concerne l'appréciation relative des niveaux d'intra et d'inter-corrélation des actifs dans les modèles des agences par rapport à ceux des banques. Contrairement au marché de la dette financière, la méthodologie des agences en matière de financements structurés est essentiellement basée sur des modèles statistiques. Les possibilités d'arbitrage sont donc plus importantes et plus aisées que pour le marché des entreprises qui repose davantage sur l'analyse des fondamentaux. Les arrangeurs peuvent ainsi être tentés de choisir l'agence dont le modèle est le moins exigeant en matière de niveau de tranches subordonnées, dans la mesure où les investisseurs n'ont pas de préférence particulière en la matière. En conséquence, les agences ont la tâche délicate de trouver le juste milieu entre le risque de réputation et la nécessité de développer leur activité auprès de leurs clients bancaires.

## Les modèles de notation ont-ils prouvé leur robustesse ?

Les changements de notation concernant les CDO sont au plan statistique nettement plus importants que ceux des notations relatives à la dette financière des entreprises ou des ABS. En termes d'ampleur des changements de notation, sur la période allant de 1998 à 2004, les CDO ont subi des évolutions plus importantes que les obligations des entreprises. A la baisse par exemple, les chiffres sont de 2.8 contre 1.87 crans. Concernant le marché des financements structurés, il y a eu un total de 878 hausses contre 376 baisses en 2006. Les transactions de CDO représentaient 46 % des hausses et 80 % des baisses, essentiellement dues aux CDO synthétiques. La question de la volatilité<sup>8</sup> des notations des financements structurés, et notamment celle des CDO synthétiques, mérite donc d'être soulevée.

## Les méthodologies des agences sont-elles applicables à toutes les opérations de financement structuré ?

Les agences de notation ont des méthodologies dont le principe repose sur le risque de pertes liées<sup>9</sup> aux actifs transférés aux véhicules de titrisation et basées sur des modèles probabilistes utilisant des données historiques, des hypothèses sur les différents scénarios de marché et des niveaux de corrélation de défauts entre les actifs sous-jacents. Ces modèles sont-ils applicables à tous les types de structures comme, par exemple, les CPDO (*Constant Proportion Debt Obligations*), notamment quand la notation des agences prend en compte, dans le calcul de l' "expected loss" ou de la probabilité de défaut des tranches de l'émission, non seulement la notion de probabilité de défaut des actifs mais aussi l'impact de l'effet de levier du produit lié aux scénarios de marché ? Cette situation peut amener la question de la comparabilité réelle de ce type de notation avec les notations financières des entreprises ou même celles des CDO en général. Par ailleurs, on peut s'interroger sur la comparabilité des conséquences en cas de défaut sur les titres émis, entre les financements structurés et les obligations des entreprises, notamment en ce qui concerne les tranches subordonnées et les tranches "uniques".

<sup>7</sup> Les modèles de notation des CDO reposent sur une approche essentiellement "mécanique", la notation des CDO est probablement plus sensible à un événement de marché affectant un ou plusieurs de ses actifs.

<sup>8</sup> Qui peut être, entre autres, amplifiée par les effets de levier sous-jacents à ces produits.

<sup>9</sup> Les méthodologies des agences diffèrent dans leur principe et dans leur contenu. Moody's a une méthode basée sur la perte attendue ("expected loss") alors que Standard & Poor's et Fitch ont une méthode basée sur la probabilité de défaut, les risques de pertes étant dans les deux cas fonction de la taille de la tranche et de sa subordination.

## Une notation AAA a-t-elle la même signification sur tous les types de produits ?

Deux tranches AAA d'une même transaction peuvent avoir des points d'attachements différents. La même remarque peut être formulée pour les tranches super *seniors* qui sont supposées être affectées après les tranches AAA.

Si l'on considère les produits de financements structurés standards comme les CLO/CDO, à la fin 2006, une tranche AAA d'un tel produit avait une marge sur le taux Euribor 3 mois d'environ 22pb, contre 10pb pour une émission de Prime MBS et 2pb pour un émetteur<sup>10</sup> de dette classique. Pour une tranche notée BBB, la marge des émissions financières était d'environ 70pb contre 47pb pour les émissions Prime MBS et 140pb pour les émissions CLO/CDO. Ces différences amènent à poser la question de la signification d'une notation AAA. Des produits structurés peuvent proposer des rémunérations pouvant atteindre 200pb pour une tranche AAA alors que pour une notation équivalente, une émission financière ou une émission de MBS proposera au maximum 10/20pb. Que signifie cette situation ? Une imperfection du marché ? Une prime donnée à un produit nouveau ou peu liquide ? Le fait que le marché perçoive un risque, notamment en termes de volatilité, plus important que pour une transaction "classique" ?

On sait, par ailleurs, qu'une variation de la notation peut placer le gestionnaire dans une situation extrêmement délicate, soit parce qu'il risque d'être obligé de revendre le titre, soit parce que la variation du prix liée à la variation de la notation peut l'amener à enregistrer des réserves ou moins values, et ce, même si initialement il a souscrit une tranche AAA. Dans ce dernier cas, peut-on réellement considérer que l'information actuelle sur la probabilité de défaut de CLO/CDO à un horizon donné est suffisante ? Ne manque-t-on pas d'une mesure de ce risque propre à éclairer les investisseurs que seules les agences, au regard de leur connaissance des opérations, pourraient produire ? Concernant les CDO et plus particulièrement les CDO synthétiques et les CPDO, une mesure de sensibilité de la notation n'est-elle pas indispensable ?

## Le niveau de transparence sur les changements de méthodologie applicables aux transactions existantes est-il suffisant ?

Le sujet de la mise à jour de la notation des transactions passées n'est pas traité de manière homogène par les agences. En effet, certaines d'entre elles ne reviennent pas sur la notation des transactions passées mais tiennent compte de la nouvelle méthodologie dans la surveillance de ces transactions. La surveillance sera donc effectuée sur la base de l'ancienne et de la nouvelle méthodologies. De plus, il est parfois difficile, pour une partie externe à l'opération, de déterminer si un changement de notation est attribuable à des changements de méthode ou reflète la détérioration de l'actif sous-jacent. Les changements sont parfois masqués par d'autres facteurs, comme la valeur temps, la vente d'un actif sous-jacent, le remboursement de certains prêts ou, de manière plus générale, un environnement économique variable. Certains intervenants soulignent aussi que les statistiques relatives aux changements de notation devraient être clarifiées quand les banques arrangeuses de l'opération anticipent une dégradation en émettant une tranche subordonnée qui rehausse la qualité de crédit des tranches de rang supérieur existantes. L'ensemble de ces questions montre donc que les approches des agences de notation dans leur processus de surveillance des notations sont perfectibles.

*10 Il s'agit essentiellement d'émetteurs publics ou para-publics.*

## L'information disponible sur le marché secondaire est-elle suffisante, régulière et appropriée<sup>11</sup> ?

Les rapports relatifs aux opérations de financements structurés sont disponibles gratuitement sur le site des agences de notation dans les quelques jours suivant leur publication. L'accès devient ensuite payant.

L'information publiée par les émetteurs de financements structurés peut manquer de précision, être hétérogène et parfois difficile à obtenir, ce qui, *in fine*, contribue à renforcer l'asymétrie d'information entre les émetteurs, les investisseurs et les agences. En ce qui concerne plus particulièrement les CDO, l'information est, dans certains cas, uniquement accessible aux détenteurs des obligations, et, pour la même opération, les investisseurs des tranches *juniors* peuvent contractuellement disposer parfois de plus d'information que ceux des tranches *seniors*.

Enfin, une fois les actifs transférés, le vendeur peut être moins enclin à publier toute information susceptible d'avoir un impact significatif sur les titres émis. L'entité responsable de la publication de toute information significative n'est pas forcément clairement identifiée : est-ce le *Trustee* ou le *Servicer* ? A titre d'exemple, si la banque ayant titrisé des actifs décide de changer sa politique de gestion de créances (par exemple, changer le délai à partir duquel les prêts non remboursés sont envoyés au contentieux), le nombre des prêts passant en contentieux peut augmenter et, toute chose égale par ailleurs, l'agence de notation peut décider d'abaisser la notation de la transaction. En théorie, les intervenants de marché ne devraient pas être surpris par la décision des agences si la banque qui a pris cette décision a rendu cette information publique. Ce n'est cependant pas toujours le cas, soit parce que la banque ne souhaite pas donner cette information à la concurrence, soit parce que les participants initiaux à l'opération (arrangeurs, vendeurs) considèrent qu'une fois les actifs transférés, ils ne sont plus concernés par cette opération.

## CONCLUSIONS/PISTES D'ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE

Comme cela a été confirmé dans le rapport publié par le CESR en janvier 2007, les agences de notation ont, depuis deux ans, mis en œuvre de manière globalement satisfaisante les principes du code de conduite de l'OICV. Cependant les questions particulières relatives à la concentration du marché des financements structurés et aux conflits d'intérêts potentiels qu'elle génère pour la fonction de notation, notamment en cas de développement par les agences d'activités annexes à leur métier de base, seraient utilement évoquées au niveau européen. L'objectif serait d'examiner si des recommandations particulières, allant au-delà du code de conduite de l'OICV, sont nécessaires.

Depuis quelques années, les agences ont développé de façon significative les moyens alloués à la notation des financements structurés, comme le démontre l'évolution favorable des moyens dévolus à cette activité, notamment au niveau de leurs bureaux parisiens. Cependant, eu égard à l'arrivée constante de nouveaux produits structurés, les questions relatives aux limites potentielles des modèles des agences (peut-on réellement tout noter ?) et à la signification de la notation pourraient être soulevées au niveau communautaire.

<sup>11</sup> Cf. *L'impact de marché des décisions des agences de notation. Etude réalisée par Evguenia Iankova, Florent Pochon et Jérôme Telleche, Rapport 2005 de l'AMF sur les agences de notation.*

Ceci devrait se faire en étroite coopération avec les autorités prudentielles en charge de la mise en œuvre de Bâle II et du régime des OEEC<sup>12</sup>, avec pour principal objectif de favoriser la compréhension et renforcer la crédibilité de ce marché. Il faudrait, en particulier, analyser si la notation d'un produit de titrisation est équivalente à celle de la dette financière d'une entreprise, et si, au sein même de la titrisation, une notation d'un CDO "cash" peut être considérée comme équivalente à celle d'un CDO synthétique. A cet égard, ne devrait-on pas différencier la notation d'un produit de titrisation d'une notation d'une dette financière ou demander des éléments d'information complémentaires concernant la volatilité ou la sensibilité attachée à chaque notation de financement structuré, qui, pour certains produits comme les CDO, apparaît indispensable ? Les produits de titrisation ne devraient-ils pas bénéficier, en conséquence, des mêmes possibilités d'éligibilité aux fonds grand public que des produits de dette classique à notation et à sensibilité de notation égales ? Dans tous les cas, la réponse à ces interrogations ne préempte pas les réflexions à mener sur les exigences réglementaires actuelles concernant les diligences à accomplir par les gérants quand ils souhaitent investir dans ce type de produit.

Les opérations de financement structuré qui font l'objet d'une cotation sur un marché réglementé sont couvertes par les directives existantes. Les obligations d'information périodique et permanente des émetteurs devraient être cependant adaptées aux spécificités de ce segment d'activité. Ainsi, dans un souci de donner au marché une information plus appropriée sur la spécificité de la structure et des actifs, les émetteurs devraient, non seulement, publier des états financiers, mais aussi une série d'informations relatives aux actifs sous-jacents (taux d'arriéré de paiements, niveau de remboursement anticipé, etc.) de même que l'évolution des principaux indicateurs financiers spécifiques à ce type de produits. A cet égard, on peut remarquer que si la directive Prospectus a été accompagnée d'un schéma adapté aux financements structurés, la directive Transparence n'a rien prévu de tel. Du point de vue de la directive Abus de marché, il y aurait également besoin au niveau européen de clarifier la notion "d'information sensible" en ce qui concerne ces opérations. Dans ces domaines, l'AMF considère comme positifs les récents travaux de l'*European Securitisation Forum* (ESF) qui a publié des recommandations sur le contenu des rapports périodiques ainsi que sur les définitions des principaux mots utilisés dans le cadre des financements structurés. Les émetteurs devraient de leur côté clairement identifier les responsabilités du *Trustee*, du *Servicer* et de l'agent de paiement et autres participants à l'opération en ce qui concerne la collecte et la présentation de ces informations au marché.

Étude rédigée par Patrice Aguesse

Responsable de département - information et opérations financières

Direction de la régulation et des affaires internationales

<sup>12</sup> Organisme externe d'évaluation de crédit.

## Bibliographie

**"CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications"** Fender, I and J Kiff (2004), *BIS Working Papers* n° 163.

**"The role of ratings in structured finance: issues and implications"**, January 2005, *Committee for the Global Financial System - CGFS*.

**"Le marché des CDO, modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière"**, Cousseran, O. et Rahmouni. I - June 2005, *Revue de la Stabilité Financière, Banque de France*.

**"Structured finance : Complexity, risk and use of ratings"** *BIS Quaterly Review*, June 2005.

**"La notation en matière de titrisation"** AMF 2005 rapport sur les agences de notation.

**"Comment expliquer le surcroît de rendement d'un CDO par rapport à une obligation de même notation ?"** *Revue de la Stabilité Financière* Novembre 2006 (*Chroniques*).

**"Structured finance rating"** AMF 2006 rapport sur les Agences de notation.

## les conditions dans lesquelles sont mises en œuvre les obligations professionnelles à l'égard des clients personnes physiques en matière de gestion de portefeuille sous mandat : analyse des rapports adressés à l'AMF en 2005

La synthèse des rapports sur les conditions dans lesquelles sont mises en œuvre les obligations professionnelles à l'égard des clients personnes physiques en matière de gestion de portefeuille sous mandat est présentée ci-après. Elle s'articule selon trois champs regroupant les questions adressées par l'AMF aux prestataires concernés pour qu'ils décrivent les conditions dans lesquelles ils mettent en œuvre leurs obligations professionnelles en matière de gestion de portefeuille sous mandat à l'égard de clients personnes physiques :

- 1 - les principales caractéristiques de l'activité de gestion sous mandat ;
- 2 - les procédures et contrôles d'entrée en relation avec le client investisseur ;
- 3 - les procédures et contrôles d'exécution du mandat.

Les principaux constats que l'on peut formuler à l'issue de l'analyse des quelque deux cents rapports établis par les sociétés de gestion de portefeuille et prestataires de services d'investissement qui ont attaché du prix à répondre le plus précisément possible à l'ensemble des questions posées par l'AMF au printemps 2005 sont les suivants :

- appliqués à suivre le plan d'étude suggéré par l'AMF, ces rapports présentent une homogénéité formelle certaine qui ne peut complètement estomper une inégale qualité de contenu ;
- les rapports 2005 sur les conditions dans lesquelles les prestataires s'acquittent de leurs obligations professionnelles en matière de gestion individuelle de portefeuille sous mandat présentent davantage une description des procédures mises en place qu'un compte-rendu des contrôles effectués et des éventuelles mesures correctives adoptées. Si cette situation était la conséquence d'une insuffisante formalisation des contrôles, il conviendrait que les prestataires de services d'investissement prennent rapidement des mesures correctrices pour se mettre en conformité avec les exigences des 6° de l'article 321-22 et 5° de l'article 322-22-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui imposent désormais cette formalisation ;
- les rapports 2005 attestent d'une prise en compte à l'évidence perfectible des obligations tant réglementaires que déontologiques dans la mise en œuvre et le contrôle, par les sociétés de gestion de portefeuille et les autres prestataires de services d'investissement, de leur pratique de gestion sous mandat des portefeuilles de personnes physiques ;
- la part des rapports consacrée aux obligations professionnelles en matière de dispositif anti-blanchiment atteste d'une grande sensibilisation du secteur à l'importance de ces dispositions. Toutefois, l'intérêt porté par les prestataires à ce type de risques ne doit pas l'être au détriment de celui porté à d'autres types de risques ;

- parmi les sociétés de gestion de portefeuille se qualifiant d'"entrepreneuriales", les plus petites, représentant environ un tiers du total, décrivent des procédures d'entrée en relation avec les clients et d'exécution des mandats de gestion qui sont simples et conformes à la réglementation, et qu'elles jugent adaptées à leur activité et à leur taille. Rappelant que la gestion patrimoniale privée, qu'elle soit sous mandat ou simplement conseillée, repose toujours sur une relation, une connaissance et une confiance personnelles, donc sur une base d'appréciation *intuitu personae*. Ces sociétés de gestion de portefeuille revendiquent un respect authentique de l'esprit des textes réglementaires.

Toutefois, la connaissance du client acquise grâce à une relation plus personnalisée doit être accompagnée d'un contrôle formalisé et documenté des obligations professionnelles en matière de gestion sous mandat.

L'AMF attire l'attention des prestataires de services d'investissement sur la nécessité de porter leurs contrôles sur toutes les phases de la vie de la relation contractuelle avec leurs clients :

- lors de l'entrée en relation et de la signature du mandat : les vérifications opérées devront notamment porter de façon systématique et exhaustive sur l'adéquation des mandats aux besoins et compétences des nouveaux clients ;
- durant la vie du mandat : les prestataires de services d'investissement devront en particulier veiller avec attention au traitement équitable des clients, à la conformité de la gestion effective opérée avec les stipulations de leurs mandats et à l'exercice d'une gestion à leur bénéfice exclusif. Cette surveillance passe, notamment, par la mise en œuvre de certains contrôles-clés comme : l'examen des performances des différents portefeuilles, celui de leur taux de rotation et des réclamations produites par les clients ;
- à l'occasion d'événements particuliers affectant la vie du mandat, comme la signature d'avenants au mandat, le changement de teneur de compte conservateur ou la dénonciation des mandats.

L'AMF demande également qu'une attention accrue soit portée sur les points de contrôle suivants, peu fréquemment développés dans les rapports et pourtant considérés par elle comme de première importance :

- l'affectation préalable des ordres transmis pour exécution et la qualité de leur exécution ;
- la qualité du *reporting* délivré aux clients incluant une présentation de la gestion financière effectuée retraçant la politique de gestion suivie pour le mandant et faisant ressortir l'évolution de l'actif géré et les résultats dégagés sur la période écoulée ;
- les conditions de rémunération directe ou indirecte du prestataire de services d'investissement.

L'Autorité juge également utile de rappeler, parce que les rapports traitent très rarement de cette question, que le fait pour un prestataire de services d'investissement de déléguer à un tiers la gestion de tout ou partie des mandats qu'il gère, n'est pas de nature à alléger sa responsabilité à l'égard des mandants et qu'il lui incombe de procéder à des contrôles effectifs de la correcte exécution de sa prestation par le mandataire. Ces contrôles sont d'autant plus indispensables que, dans une majorité de cas, et par exemple dans la plupart des banques à réseau, l'entrée en relation avec les clients ayant été faite par le seul établissement déléguant, le délégataire n'a qu'une connaissance indirecte de la situation du bénéficiaire final de la prestation de gestion.

## SOMMAIRE

### INTRODUCTION

- Rappel du cadre réglementaire
- Périmètre de l'étude
- Observations préliminaires
- Principales conclusions

### 1. LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'ACTIVITÉ DE GESTION SOUS MANDAT

### 2. LES PROCÉDURES ET CONTRÔLES D'ENTRÉE EN RELATION AVEC LE CLIENT INVESTISSEUR

- 2.1 La commercialisation de la gestion sous mandat : moyens et documents commerciaux
- 2.2. Les différents types de gestion proposés et les mandats correspondants
- 2.3. La connaissance du client : l'évaluation de son profil d'investissement
- 2.4. L'orientation du client : le devoir d'information et de conseil
- 2.5. Le contrôle de l'identité du client et de l'origine des capitaux

### 3. LES PROCÉDURES ET CONTRÔLES DE L'EXÉCUTION DU MANDAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE

- 3.1. L'information du client
- 3.2. La modification ou la dénonciation du mandat
- 3.3. Le traitement équitable des clients
- 3.4. Le respect de l'orientation de gestion du mandat
- 3.5. La meilleure exécution possible : choix des intermédiaires et règles de passation des ordres
- 3.6. La prévention des conflits d'intérêts

## INTRODUCTION

### Rappel du cadre réglementaire

En application des dispositions de l'article 143-2 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a demandé, par courrier du 29 mars 2005, aux présidents des sociétés de gestion de portefeuille, et par courrier du 24 mai 2005, aux directeurs généraux des prestataires de services d'investissement exerçant le service de la gestion pour compte de tiers, d'établir un rapport sur les conditions dans lesquelles leur établissement remplissent leurs obligations professionnelles à l'égard des clients investisseurs personnes physiques auxquels ils proposent une gestion sous mandat de leur portefeuille d'instruments financiers.

L'AMF attendait des établissements qu'ils décrivent dans ce rapport les mesures mises en œuvre au moment de l'entrée en relation avec le client investisseur, ainsi qu'au cours de la durée du mandat de gestion, en vue de se conformer aux dispositions du règlement général de l'AMF.

Après avoir présenté succinctement les principales caractéristiques de leur activité de gestion sous mandat, les prestataires concernés étaient invités à faire état des procédures et à présenter les principaux contrôles effectués, en précisant leur fréquence, au regard notamment des prescriptions du livre III du règlement général de l'AMF.

### Périmètre de l'étude

La présente analyse est établie à partir de 320 rapports rédigés par 165 sociétés de gestion de portefeuille et 155 établissements de crédit ou entreprises d'investissement exerçant, à titre accessoire, l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers.

### Observations préliminaires

Deux observations préliminaires, déjà présentées à propos des rapports 2004, continuent de s'imposer quant à la forme des rapports adressés à l'Autorité des marchés financiers.

1 - Première observation : le rapport doit être établi sous la responsabilité et au nom du président ou du directeur général du prestataire de services d'investissement.

Dans des courriers des 29 mars et 24 mai 2005, le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers s'est adressé respectivement au président de chaque société de gestion de portefeuille et au directeur général de chaque prestataire des services d'investissement, leur demandant "d'établir un rapport sur les conditions dans lesquelles ils s'acquittent de leurs obligations professionnelles au regard des clients investisseurs personnes physiques auxquels il est proposé une gestion sous mandat de leur portefeuille d'instruments financiers".

Le respect du principe énoncé dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers de la responsabilité première des prestataires de services d'investissement<sup>1</sup> et donc de leurs dirigeants, dans la mise en œuvre d'un dispositif de contrôle approprié, ainsi que la règle du parallélisme des formes ont appelé en réponse un courrier du président de la société de gestion ou du directeur général du prestataire pour transmettre le rapport spécifique à l'AMF, et l'authentifier par sa signature au nom de la personne morale qu'il représente et engage.

1 Articles 321-21 et 322-12 en vigueur jusqu'au 21 septembre 2006.

Or, si dans les sociétés de gestion, huit rapports spécifiques sur dix portent la signature du principal mandataire social, éventuellement accolée à celle du rédacteur du rapport (généralement le contrôleur interne et/ou déontologue), les rapports des autres prestataires habilités sont signés ou émis par le seul RCSI dans plus de huit cas sur dix, sans que soit matérialisée la responsabilité des mandataires telle que les textes la prévoient.

2 - Deuxième observation : un exercice spécifique de contrôle avait été demandé et le rapport doit répondre directement et précisément à la demande de l'AMF.

Quelques sociétés de gestion de portefeuille ont répondu à la demande de l'AMF du 29 mars 2005 en retournant les six pages de la "check list" proposée par leur association professionnelle<sup>2</sup> pour faciliter la tâche de rédaction du rapport, complétées ligne par ligne de la mention : OUI, NON, EVENTUELLEMENT ou N.A (non applicable).

Que cette "check list", présentée comme une proposition minimale, fût-elle intelligemment et précisément confectionnée ne dispensait aucune société de gestion d'un minimum d'effort ou de réactivité pour décrire ce qui la caractérise et rendre compte des conclusions du contrôle effectué sur le thème désigné.

D'autres prestataires, en nombre de plus en plus réduit il est vrai, ont continué à se contenter de photocopier un assortiment d'extraits de leur manuel de procédures et/ou de fiches de contrôles internes réalisés, accompagnés de quelques lignes de commentaires, alors qu'une synthèse en 1000 mots, soit une page et demie, aurait probablement suffi à la bonne information de l'Autorité.

Pour l'AMF, il reste évident que de tels "rapports" ne s'inscrivent pas dans le sens de la demande initiale et ne sauraient y répondre ni dans la forme ni au fond.

## 1. LES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'ACTIVITÉ DE GESTION SOUS MANDAT

**1.1.** En demandant aux prestataires concernés "de présenter succinctement les principales caractéristiques de leur activité de gestion sous mandat", l'Autorité des marchés financiers attendait des informations certes succinctes mais aussi précises que possible sur :

- le nombre de clients personnes physiques et le montant de leurs actifs gérés sous mandat ;
- la nature des portefeuilles gérés sous mandat :
  - portefeuilles composés de titres détenus en direct,
  - portefeuilles composés d'OPCVM internes et/ou externes,
  - portefeuilles mixtes composés de titres en direct et/ou d'OPCVM internes et/ou externes.

**1.1.1.** La gestion individuelle sous mandat selon les déclarations statistiques à l'AMF effectuées par les sociétés de gestion de portefeuille et les autres prestataires de services d'investissement en 2004 et 2005.

En 2004, l'encours de la gestion sous mandat s'établissait à 899 milliards d'euros dans les sociétés de gestion de portefeuille et à 85,2 milliards d'euros chez les autres prestataires de services d'investissement, dont 151,2 milliards d'euros investis en OPCVM.

<sup>2</sup> Circulaire n° 1108 du 17 octobre 2005 de l'Association française de la gestion financière (AFG) : " Rapport thématique des sociétés de gestion de portefeuille à l'AMF portant sur le contrôle de l'activité de gestion sous mandat " 6 pages.

Pour l'année 2005, les actifs gérés sous mandat par les sociétés de gestion de portefeuille étaient en hausse de 12,3 % à 1 009 milliards d'euros, auxquels s'ajoutaient près de 9 milliards d'euros confiés en délégation à des sociétés de gestion de portefeuille étrangères, et les encours gérés par les autres prestataires avoisinent les 88 milliards d'euros (+ 2,6 %).

**1.1.2.** La très grande majorité des rapports spécifiques est riche d'éléments d'appréciation ou de confirmation.

**a)** Nombreux sont les rapports qui complètent la présentation de leur activité à l'aide de tableaux précisant, par exemple, par profil de gestion choisi (communément qualifié de "prudent" "équilibré", "dynamique" et "PEA"), la répartition du nombre des mandats et des encours.

Chez les sociétés de gestion de portefeuille, on note la part significative des gestions dites "dynamiques" où les actions peuvent représenter jusqu'à 100 % du portefeuille, malgré la prudence déclarée des investisseurs particuliers face au risque. Cette contradiction ou incohérence, souvent soulignée par les prestataires, les incite à renforcer leurs diligences pour que le mandat de gestion soit écrit, clair et précis, exhaustif et, bien sûr, signé afin de prévenir toute contestation ultérieure du client mandant, déçu pour quelque cause que ce soit de la performance de son portefeuille.

Certains rapports abordent la question des mandats de gestion de trésorerie. Très usités chez les prestataires de services d'investissement établissements de crédit avec comme support d'investissement un ou plusieurs OPCVM monétaires, ces mandats de gestion de trésorerie sont surtout utilisés par la clientèle des "professionnels" et des "personnes morales".

D'autres rapports décrivent l'organisation et les moyens humains et techniques mis en place pour assurer l'activité de gestion individuelle pour le compte de tiers, et en particulier les effectifs dédiés à la gestion des portefeuilles sous mandat.

Enfin, des rapports précisent si le prestataire exerce ou non l'activité de gestion collective pour le compte de tiers et quels sont alors les encours par nature d'OPCVM.

**b)** La gestion sous mandat en chiffres selon les rapports spécifiques 2005.

Sans qu'il soit possible d'en faire une présentation statistique pour cause de grande hétérogénéité des données, on peut toutefois tenter de dégager les grandes tendances suivantes.

**1.** La gestion sous mandat est devenue une activité de société de gestion de portefeuille plus que de tout autre prestataire de services d'investissement, établissement de crédit en tête.

La restructuration de l'industrie de la gestion d'actifs en pôles de gestion d'actifs se traduit par une concentration, au sein des grands groupes bancaires et d'assurances, de la gestion sous mandat dans des filiales spécialisées ayant le statut de sociétés de gestion de portefeuille et, plus souvent encore, dans une seule et unique société de gestion de portefeuille par groupe.

**2.** La gestion sous mandat, en nombre de contrats et en encours, est de plus en plus une gestion de portefeuilles investis en OPCVM internes et externes, les titres détenus en direct étant réservés aux portefeuilles les plus importants (supérieurs à 500 000 euros en moyenne).

3. Dans les sociétés de gestion de portefeuille, les encours moyens par client personne physique, gérés sous mandat, sont supérieurs à ceux des autres prestataires de services d'investissement.

La gestion sous mandat exercée par les prestataires de services d'investissement établissements de crédit et leurs sociétés de gestion de portefeuille filiales représente plus de 85 % de l'encours total des capitaux gérés sous mandat.

4. La moitié des mandats et le tiers des encours sont placés sous l'enveloppe fiscale du Plan d'épargne en actions (PEA).

5. Les profils de gestion dite "Dynamique" recouvrent en nombre et en encours environ 15 % du total des mandats.

## 1.2. Recommandations

**1.2.1.** Pour l'AMF, la première recommandation qu'impose une telle constatation, est d'inviter les prestataires exerçant le service de gestion pour le compte de tiers à une plus fine segmentation juridique et statistique de leur clientèle sous mandat en vue de leur offrir un service qui leur soit spécifiquement adapté. Une segmentation rigoureuse de la clientèle est l'une des premières conditions nécessaires à une spécialisation adéquate des produits et des services financiers.

Hormis la classification traditionnelle des clients, qui s'appuie sur des notions d'ordre juridique, en particuliers, professionnels, entreprises, institutionnels et organismes sans but lucratif, présentée notamment dans les rapports établis par les établissements bancaires, il convient de s'assurer que les regroupements utilisés pour les besoins de la gestion individualisée sous mandat tiennent compte des relations patrimoniales qui peuvent exister entre ces différents type de clients : ainsi le patrimoine d'une personne physique peut être détenu au travers de différentes structures juridiques telles que l'EURL, la SCI, l'indivision, etc.

**1.2.2.** La seconde recommandation est d'utiliser une terminologie qui, s'agissant de la gestion pour le compte de tiers et de la gestion sous mandat, respecte les définitions d'activité données par la réglementation.

Ainsi, la gestion de portefeuille *pour le compte de tiers* est l'un des six services d'investissement<sup>3</sup> portant sur les instruments financiers<sup>4</sup> (actions, titres de créances, parts ou actions d'organismes de placements collectifs, instruments financiers à terme).

Selon l'article 312-3 du règlement général de l'AMF, "*Exerce une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers tout prestataire de services d'investissement qui gère un ou plusieurs des portefeuilles suivants :*

- 1) *des portefeuilles individuels d'instruments financiers (...) dans le cadre d'un mandat donné par le client ;*
- 2) *des OPCVM ;*
- 3) *des fonds d'investissement de droit étranger (...)"*.

Elle consiste pour le prestataire de services d'investissement à donner des ordres d'achat et de vente pour le compte de son client, en vertu d'un mandat écrit.

Elle doit être distinguée de l'activité de conseil en gestion de patrimoine qui est l'un des huit services connexes aux services d'investissement énumérés à l'article L.321-2 du code monétaire et financier, mais qui n'est définie dans aucun texte.

<sup>3</sup> Article L.321-1 du code monétaire et financier.

<sup>4</sup> Article L.211-1 du code monétaire et financier.

La gestion conseillée, que mentionne au moins un rapport sur cinq, et souvent pour la considérer, à **mauvais escient**, comme une modalité de gestion sous mandat, consiste, bien au contraire, à fournir au titulaire d'un compte d'instruments financiers des informations et des conseils sur sa gestion ainsi qu'un service de réception-transmission de ses ordres.

Quant à la gestion sous mandat, elle peut s'analyser comme un mandat, qui doit être écrit, donné par un client, personne physique ou personne morale, à un prestataire de services d'investissement habilité à exercer la gestion pour le compte de tiers, à l'effet de gérer en son nom et en transparence, sous les conditions particulières d'objectifs, de supports d'investissement, de durée et de prix stipulées au contrat, un compte d'instruments financiers ouvert dans ses livres.

Dans les rapports spécifiques 2005, objet du présent article seule devait être prise en considération la gestion de portefeuille pour le compte des mandants personnes physiques et les structures juridiques qui les représentent.

## 2. LES PROCÉDURES ET CONTRÔLES D'ENTRÉE EN RELATION AVEC LE CLIENT INVESTISSEUR

Dans chaque rapport, cette partie est largement développée, qu'elle soit établie par une société de gestion ou par un autre prestataire.

### 2.1. La commercialisation de la gestion sous mandat : moyens et documents commerciaux

#### 2.1.1. Les moyens et les documents commerciaux de présentation de l'établissement et de ses produits :

- les moyens peuvent être regroupés en trois grandes catégories : externes, internes ou télématiques :
  - ils sont *externes via*, par exemple, des conseillers en gestion de patrimoine indépendants (conseillers en investissements financiers) et d'autres apporteurs d'affaires, le réseau commercial de la maison mère et de son groupe,
  - ils sont *internes* si fournis par des collaborateurs commerciaux ou des gérants salariés du prestataire,
  - ils sont *télématiques*, grâce à un site Internet spécifique et sécurisé d'information pour chaque prestataire.
- les documents commerciaux prennent en général trois formes dont seule la troisième est propre à l'offre de gestion sous mandat :
  - les notices d'information des OPCVM ou prospectus,
  - les brochures d'information générale sur la société, éventuellement son groupe d'appartenance et ses différentes lignes de produits,
  - les plaquettes "spécifiques" (diaporama, par exemple) par ligne de produits et type de mandat, composées à la demande (du commercial ou du gérant) à partir d'une trame standard, en vue ou à l'occasion d'une entrée en relation particulière. Si la plaquette spécifique fait référence à des *performances passées*, les obligations détaillées à l'article 322-66 du règlement général de l'AMF s'appliquent.

### 2.1.2. Les obligations réglementaires

Deux obligations, l'une générale, l'autre particulière, sont prises en considération dans les rapports spécifiques des prestataires de services d'investissement s'agissant de moyens et documents commerciaux.

L'obligation générale est inscrite dans l'article 322-12<sup>5</sup> du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (règlement général de l'AMF) : *"La société de gestion de portefeuille doit en permanence disposer de moyens, d'une organisation et de procédures de contrôle et de suivi en adéquation avec les activités exercées"*.

L'obligation particulière résulte de l'article 322-66 du règlement général de l'AMF, lequel dispose :

***"La publicité et la documentation destinées à l'investisseur doivent être cohérentes avec le service proposé, et mentionner, le cas échéant, les dispositions moins favorables et les risques inhérents aux opérations, qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés.***

***La communication sur les performances passées doit :***

*1° Être accompagnée d'un avertissement mis en évidence rappelant que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et qu'elles ne sont pas constantes dans le temps ;*

*2° Ne pas utiliser des données qui seraient trompeuses pour l'investisseur, notamment des performances reconstituées ou des périodes de temps inadéquates, des données sur un OPCVM dont l'orientation de gestion a changé au cours de la période ;*

*3° Être accompagnée des indications nécessaires à leur bonne compréhension par l'investisseur concerné telles que les risques inhérents à la gestion proposée, la mise en évidence de tout facteur inhabituel l'ayant affectée de façon significative et, le cas échéant, par la comparaison avec un ou des indicateurs quantifiés et objectifs. Les modalités de mise en oeuvre de ces principes par les OPCVM sont précisées dans le titre 1er du livre IV du présent règlement."*

### 2.1.3. Les procédures de commercialisation de la gestion sous mandat

- Les prestataires de services d'investissement présentent dans leurs rapports les procédures mises en place pour encadrer le processus collectif et concerté de réalisation des documents papier ou informatiques à destination des prospects et des clients.

Leur objectif prioritaire est de rendre systématiques et obligatoires la participation de personnes et/ou de services jugés indispensables à la conception, la mise au point, le contrôle et la diffusion des plaquettes et autres supports commerciaux.

Ces personnes et ces services sont les dirigeants, la direction mercatique, la direction des nouveaux produits et services, la direction de la gestion privée, le RCSI-déontologue, le secrétariat général et la direction juridique.

Quasiment tous les rapports spécifiques 2005 des prestataires de services d'investissement qui ne sont pas des sociétés de gestion de portefeuille estiment impossible, sinon improbable, la diffusion d'un document de présentation du service de la gestion individuelle sous mandat qui n'aurait pas reçu au préalable l'aval inconditionnel du RCSI-déontologue.

<sup>5</sup> Dans la dernière version selon l'arrêté du 15 avril 2005 ; en vigueur jusqu'au 20 septembre 2006.

De plus, les procédures mises en place s'agissant de la publicité et de la documentation destinées à l'investisseur ainsi que celles relatives à la communication sur les performances passées, sont, selon les rapports spécifiques, la pure et simple application des dispositions de l'article 322-66 du règlement général de l'AMF précité. Mais peu d'exemples apparaissent de la transformation de ces bonnes règles en bonnes pratiques.

L'avertissement générique : "les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps" est à l'évidence insuffisant. Aussi l'AMF demande-t-elle aux prestataires de "ne pas utiliser des données qui seraient trompeuses pour l'investisseur", par exemple, des "performances reconstituées ou des périodes de temps inadéquates", mais d'accompagner ces performances passées "des indications nécessaires à leur bonne compréhension", en particulier sur "les risques inhérents à la gestion proposée" (article 322-66 2° et 3° du règlement général de l'AMF). De manière générale la référence à des performances passées dans le contexte de la gestion sous mandat est un exercice délicat qui requiert la plus grande rigueur et la plus grande transparence.

#### 2.1.4. Nature et fréquence des contrôles effectués sur les moyens et documents commerciaux consacrés à la gestion sous mandat

Pour les documents généraux de présentation du prestataire et de son activité de gestion sous mandat, tout comme pour les documents contractuels édités spécialement pour un client donné, les contrôles que déclarent effectuer les prestataires sont évidemment tous préalables à la diffusion du support papier ou informatique.

La chaîne de contrôle s'étend du contrôle opérationnel dit communément de premier niveau jusqu'au contrôle éventuel initié par les entités compétentes d'audit et d'inspection du groupe d'appartenance, en passant par les opérations de contrôle croisé, hiérarchique et interne.

Il est noté que trop peu de prestataires précisent la date et la nature exacte du dernier contrôle effectué à ce sujet.

Sur le point sensible de "la communication sur les performances passées", les rapports font état de contrôles réalisés sans que soient dévoilées les modalités, les conclusions et les éventuelles mesures correctives. Compte-tenu des risques d'un choix de données biaisées pouvant soutenir les efforts commerciaux, l'examen critique des méthodes de sélection et de calcul s'impose.

### 2.2. Les différents types de gestion proposés et les mandats correspondants

Les prestataires sont unanimes à déclarer, d'une part, que le type de gestion sous mandat proposé à un client personne physique est celui qui est, après examen, le mieux adapté à son "profil d'investisseur" déclaré, et d'autre part, que le mandat est un contrat rédigé dans le respect des obligations réglementaires et professionnelles en vigueur.

#### 2.2.1. Les obligations réglementaires

Les obligations définies aux articles 322-67 et 322-68 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers semblent suffisamment bien connues et acceptées des prestataires pour être incorporées quasiment mot pour mot dans leur recueil de procédures, et précisément commentées dans les rapports spécifiques 2005.

L'article 322-67 dispose :

"Toute gestion individuelle de portefeuille doit donner lieu à l'établissement préalable d'une convention écrite."

L'article 322-68 précise cinq catégories de clauses que doit obligatoirement comporter toute convention de gestion individuelle de portefeuille :

"Le mandat de gestion mentionne au moins :

- 1° Les objectifs de la gestion ;
- 2° Les catégories d'instruments financiers que peut comporter le portefeuille ;
- 3° Les modalités d'information du mandant sur la gestion de son portefeuille ;
- 4° La durée, les modalités de reconduction et de résiliation du mandat ;
- 5° Le mode de rémunération du mandataire.

Lorsque le mandat autorise des opérations portant sur les instruments financiers autres que ceux mentionnés au 2° ou à effet de levier, notamment les opérations effectuées sur les instruments financiers à terme, un accord spécial et exprès du mandant doit être donné. Il indique clairement les instruments autorisés et les modalités de ces opérations et d'information du mandant.

Le mandataire ne peut déléguer une partie de la gestion du portefeuille sans avoir obtenu l'accord préalable exprès du mandant.

(...)"

### 2.2.2. Les procédures mises en place

Les rapports spécifiques 2005 décrivent souvent un même type de procédure formalisée d'établissement des mandats de gestion, à partir d'un modèle standard.

Après entretien avec le gérant, est ajouté à cette base de contrat le profil d'investissement choisi par le client, tenant compte de ses objectifs de résultats<sup>6</sup> et de son degré d'appétence au risque, ou, en d'autres termes, tenant compte de son aptitude à comprendre et à assumer le risque final.

Les profils d'investissement sont habituellement classés selon une variation qui va du "sans risque" ou "gestion de taux" au "spéculatif", contenue dans une enveloppe qui peut être "gestion sous mandat normale", "gestion sous mandat PEA" ou "gestion sous mandat discrétionnaire".

Les services *marketing* des prestataires ne sont pas avares de nuances dans les appellations.

Ainsi, la gestion individuelle sous mandat PEA peut être "Classique", "Grandes valeurs", "CAC40", "Offensif", etc.

Les modalités de signature d'un mandat de gestion :

- les rapports rappellent que le contrat doit être établi en deux exemplaires et qu'un bordereau de rétractation est obligatoire lorsque le mandat résulte d'un démarchage.
- de plus, une attestation de gestion signée à la fois par le client mandant et le mandataire gestionnaire doit être remise à l'établissement teneur de compte conservateur, conformément à l'article 321-45 du règlement général de l'AMF.

<sup>6</sup> D'une façon générale, les objectifs déclarés par le client investisseur ne créent pas d'obligation de résultat pour le gestionnaire. L'article 29 du règlement de déontologie de la gestion de portefeuille individualisée sous mandat, adopté par L'Association française de la gestion financière (AFG) le 3 avril 1997 le rappelle : " Le gestionnaire, sauf clause spécifique du mandat, n'est pas tenu à une obligation de résultat. Il doit néanmoins toujours être en mesure de justifier les positions qu'il a prises ".

### 2.2.3. Les contrôles effectués

Les prestataires affirment réaliser des contrôles tout au long de la phase de discussion, de négociation et de signature du mandat de gestion. En cas de manquement avéré, le gérant (ou son supérieur hiérarchique) effectue les régularisations qui s'imposent.

Plus de la moitié des rapports commentent un chantier de contrôle propre à cette phase fondamentale de la relation avec le client : le chantier de la mise à jour des mandats conformément à la réglementation de l'AMF.

Cet *aggiornamento* réglementaire porte évidemment sur les "anciens" mandats et a pour objectif de rendre conformes et "profilés" tous les contrats de gestion sous mandat, ceux des personnes physiques comme ceux des personnes morales.

A la date de rédaction des rapports spécifiques sous revue, soit avant le 31 octobre 2005, au moins 75 % des mandats de gestion semblent avoir été revus et amendés. Ce pourcentage peut être supérieur à 90 % chez les prestataires membres d'un grand groupe.

La date d'achèvement de ce chantier de mise à jour est annoncée par les RCSI et déontologues pour le 31 décembre 2005.

## 2.3. La connaissance du client : l'évaluation de son profil d'investissement

### 2.3.1. Les obligations législatives et réglementaires

Les rapports spécifiques témoignent d'une bonne connaissance des textes en vigueur relatifs à l'évaluation de la compétence financière du client et à l'évaluation du profil d'investisseur qui en découle.

Lors de l'entrée en relation et lors de la mise en place du service de gestion sous mandat, l'évaluation et la prise en compte de la compétence et du profil du client sont réalisées conformément à :

- l'article L. 533-4, 4° et 5° du code monétaire et financier qui dispose :
  - "Les prestataires de services d'investissement (...) sont tenus de respecter des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations.

Ces règles sont établies par l'Autorité des marchés financiers.

Elles obligent notamment à :

1. Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ;

(...)

4. S'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés ;

(...) "

- l'article 322-63 du règlement général de l'AMF (règlement général de l'AMF) qui précise :

"La société de gestion de portefeuille s'enquiert des objectifs, de l'expérience en matière d'investissement et de la situation du mandant.

Les prestations proposées dans le cadre d'un mandat doivent être adaptées à la situation du mandant.

Les informations utiles lui sont communiquées afin de lui permettre de confier la gestion de ses actifs, ou de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement, en toute connaissance de cause".

- de plus, et surtout, est rappelée la composante essentielle du devoir d'information et de conseil dû à l'investisseur, contenue dans l'article 322-64 du règlement général de l'AMF, à savoir l'obligation absolue de le mettre en garde contre les risques encourus :

"Le devoir d'information et de conseil comporte la mise en garde contre les risques encourus".

### 2.3.2. Les obligations professionnelles - Les codes de bonne conduite

Lorsque des associations professionnelles adoptent des codes de bonne conduite en matière de démarchage, de commercialisation et de gestion, ces règles s'appliquent aux membres de l'association et offrent des repères à ceux qui ne le sont pas.

Ainsi, les sociétés de gestion sont nombreuses à se référer à leur code de procédures internes ayant incorporé le paragraphe 23 du règlement de déontologie de la gestion de portefeuille individualisée sous mandat édicté en avril 1997 par l'Association française de la gestion financière (AFG), lequel dispose :

"Préalablement à la signature du mandat, le gestionnaire doit s'enquérir de la situation financière ou patrimoniale de son client et déterminer avec lui des objectifs, notamment en termes de risque et de durée d'investissement. Il doit informer au mieux son client des caractéristiques des différents types de services offerts. La remise d'un document définissant ces services et décrivant les moyens dont il dispose apparaît souhaitable".

### 2.3.3. Les procédures mises en place chez les sociétés de gestion de portefeuille et autres prestataires

Comme l'année précédente dans leurs rapports sur la commercialisation des instruments financiers et des services d'investissement, les prestataires déclarent dans leurs rapports spécifiques 2005 placer *l'obligation de bien connaître son client* au cœur de la mise en oeuvre de leur politique commerciale.

Ce choix les conduit à formaliser davantage chaque année le processus d'entrée en relation avec la clientèle.

Le support en est un document généralement dénommé "Fiche d'évaluation" ou encore "Fiche de déclaration de compétence en matière de services d'investissement".

Signée par le client, cette déclaration se présente sous la forme d'un questionnaire portant notamment sur :

- l'identité de la personne physique titulaire du compte ;
- l'expérience acquise en matière de services d'investissement, d'instruments et de marchés financiers ;
- le patrimoine : les revenus, les biens mobiliers et immobiliers ;
- les objectifs et horizon d'investissement.

Les informations fournies, pour autant qu'elles soient complètes, sincères et exactes, sont ensuite codifiées et notées par le prestataire pour dresser et identifier le profil d'investisseur du client à partir duquel le prestataire structure son offre de services, en l'espèce un type de gestion sous mandat.

Les différents profils d'investisseur sont couramment regroupés sous cinq objectifs principaux correspondant à cinq types de gestion, corrélés avec une "tolérance au risque", c'est-à-dire une aptitude à supporter des pertes. Ces objectifs consistent à :

- garantir la protection du capital ;
- enregistrer un revenu constant ;
- équilibrer revenu régulier et croissance ;
- miser sur la croissance ;
- rechercher une croissance dynamique, supérieure à la moyenne.

Les prestataires de services d'investissement reconnaissent que, pour rester utile, le profil d'investisseur doit être actualisé<sup>7</sup> à échéance régulière, idéalement chaque année, lors d'un entretien avec le client, ou à chaque modification significative de ses objectifs de gestion, modification qui devra être enregistrée au contrat.

Enfin, ceci étant cependant une prescription réglementaire, la priorité donnée par tous les codes internes de déontologie à l'intérêt premier du client et l'adaptation *intuitu personnae* de toute offre d'instruments et services financiers, mettent les prestataires en situation de devoir apporter à tout moment la preuve de leurs diligences.

Il en résulte que la formalisation par écrit (en exécution ou en confirmation) de toutes les obligations de la relation contractuelle mandant-mandataire doit être recherchée systématiquement.

#### 2.3.4. Les contrôles effectués

Les contrôles, permanents et périodiques, visent à vérifier l'entière acceptation du client par l'apposition de sa signature sur l'ensemble des documents contractuels constituant le mandat de gestion : le document principal, les annexes, et les différents états modificatifs actant soit un changement de mode, de type, de support, de durée, de coût de gestion, soit plus fréquemment une simple mise à jour juridique (changement d'adresse, de statut matrimonial ou patrimonial, etc.)

La fréquence des contrôles est le plus souvent annuelle.

Sur le champ et l'étendue de ces contrôles, l'AMF souhaite formuler les observations suivantes :

Les contrôles décrits dans les rapports, qui sont pour l'essentiel des contrôles formels, ne peuvent être considérés comme suffisants pour vérifier l'adéquation des mandats signés avec les objectifs, expérience et situation des mandants : ces contrôles doivent avoir pour objectif, en fonction des informations disponibles dans les dossiers, de s'assurer effectivement de cette adéquation.

L'AMF recommande un contrôle exhaustif des nouveaux mandats.

<sup>7</sup> Article 321-47 alinéa 1 règlement général de l'AMF

Outre ce contrôle *a posteriori*, l'AMF recommande une implication forte de la part du RCSI/RCCI des établissements dans l'élaboration et la validation, *a priori*, du processus visant à s'assurer de l'adéquation du service proposé aux objectifs, expérience et situation du futur mandant.

## 2.4. L'orientation du client, le devoir d'information et de conseil

C'est l'un des thèmes centraux du rapport de M. Jacques Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers, remis en novembre 2005 au ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

Bien que la gestion de portefeuille sous mandat soit un service et non un produit financier, les raisons d'agir et les recommandations du rapport peuvent lui être appliquées sans distorsion notable.

Des quatre raisons d'agir dégagées par le rapport de M. Delmas-Marsalet pour améliorer les conditions de commercialisation des produits d'épargne, la première est "un besoin accru d'information et de conseil exprimé auprès des intermédiaires financiers" par les clients personnes physiques.

Sur les six recommandations, trois concernent l'obligation d'information et de conseil avec, entre autres objectifs, ceux :

1. d'"assurer une information plus pertinente sur les produits",
  - d'abord, en "simplifiant l'information pré contractuelle<sup>8</sup>" et en la "centrant sur les éléments nécessaires à l'épargnant pour prendre sa décision d'investissement",
  - ensuite, en "évaluant de manière plus prospective les chances de gains et risques de pertes des produits financiers",
  - enfin, en "mieux identifiant" le profil-type de l'investisseur "auquel est destiné le produit".
2. de "fournir un conseil adapté",
3. de "préserver l'objectivité et l'impartialité du conseil".

### 2.4.1. Les procédures mises en œuvre

Beaucoup de processus différents, qui ne sont peut-être pas tous en réalité des procédures formalisées, sont décrits dans les rapports spécifiques.

- Le devoir d'information

Selon les rapports, l'information du client se fait au cours d'un ou plusieurs entretiens avec le chargé de clientèle ou le gérant, au moment même de l'entrée en relation ou immédiatement après.

Chaque entretien est nourri et confirmé par la remise de documents standard et/ou "sur mesure", tirés généralement de la base commerciale et juridique intranet du prestataire ou de son groupe. Un compte rendu est rédigé à chaque événement.

Les rapports ajoutent que cette information, générale et particulière, est inscrite dans la procédure générale d'entrée en relation et de commercialisation des produits et services financiers, à la formalisation de laquelle le RCSI-déontologue (donc désormais le RCCI) est nécessairement associé.

<sup>8</sup> Définie à la page 9 du rapport précité, "l'information pré-contractuelle est l'information à remettre avant la signature du contrat ou la souscription du produit et peut avoir elle-même valeur contractuelle".

- Le devoir de conseil

La question du rôle relatif aux conseils du gestionnaire dans le choix définitif de l'orientation de gestion du mandat reste entière.

Tout dépend des circonstances de l'espèce et, en particulier, de la situation familiale et patrimoniale du client, plus que de ses seuls objectifs personnels, laissent entendre avec réalisme certains rapports de sociétés de gestion de portefeuille "entrepreneuriales".

En bref, le choix du mandat de gestion ne peut que résulter d'un accord entre le client et le mandataire qui tient compte d'une situation de fait et s'inscrit dans un projet précis d'investissement.

#### 2.4.2. Les obligations réglementaires

Quasiment tous les rapports spécifiques 2005 rappellent que l'orientation du client investisseur vers le type de gestion le mieux adapté à son profil est directement fonction du niveau d'information et de la qualité des conseils reçus du prestataire.

La pétition de principe selon laquelle "L'information fournie est adaptée en fonction de l'évaluation de la compétence professionnelle du client<sup>9</sup>" gouverne la matière.

S'agissant plus particulièrement des relations des sociétés de gestion de portefeuille avec les investisseurs, les obligations d'information et de conseil sont définies par les deux articles suivants du règlement général de l'AMF :

- L'article 322-63 :

"La société de gestion de portefeuille s'enquiert des objectifs, de l'expérience en matière d'investissement et de la situation du mandant.

Les prestations proposées dans le cadre d'un mandat doivent être adaptées à la situation du mandant.

Les informations utiles lui sont communiquées afin de lui permettre de confier la gestion de ses actifs, ou de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement, en toute connaissance de cause".

- L'article 322-64 :

"Le devoir d'information et de conseil comporte la mise en garde contre les risques encourus".

#### 2.4.3. Les contrôles effectués

Réalisés lors de la signature du mandat de gestion, et ensuite lors de chacune de ses modifications, les contrôles hiérarchiques du contrôleur interne et du RCSI-déontologue visent à s'assurer que le client appose chaque fois sa signature "en toute connaissance de cause", après avoir fait un choix de gestion libre et avisé.

Les rapports spécifiques ne font nullement état d'examen des réclamations, des procédures contentieuses, ni *a fortiori* des sanctions disciplinaires, pour défaut d'information et de conseil dans l'ouverture et la gestion d'un portefeuille sous mandat. Ils ne font pas plus état de difficultés dans la négociation de certaines clauses des mandats. Néanmoins ces informations peuvent fournir des pistes pour un contrôle plus approfondi.

<sup>9</sup> Article 321-46 alinéa 3 règlement général de l'AMF.

Aussi doit-on se reporter, pour une plus ample information, au rapport 2005 du médiateur de l'Autorité des marchés financiers<sup>10</sup> rendant compte des médiations en matière de gestion sous mandat :

"En matière de mandat de gestion, les réclamations portent toujours sur le devoir d'information et de conseil des prestataires.

Les épargnants dénoncent une mauvaise adéquation de l'orientation choisie au moment de l'entrée en relation, un suivi irrégulier, voire inexistant du portefeuille géré ainsi qu'une absence d'ajustement en cas de pertes importantes. Ces griefs sont rendus possibles par la détermination d'un objectif de gestion trop largement défini.

On ne peut que reprendre les recommandations habituelles de plus grande précision de part et d'autre au moment du choix de l'orientation dans un document écrit et détaillé.

Tout au long du mandat, l'échange doit être régulier et documenté entre le professionnel et son client qui devrait être avisé sans délai et par écrit de tout changement d'orientation".

L'AMF recommande de rendre le RCSI/RCCI destinataire d'une copie de toutes les plaintes, réclamations et procédures contentieuses émanant des mandants.

Aucun prestataire ne développe dans son rapport les modalités de mise en oeuvre pratique de l'obligation, posée au 5° de l'article 322-68 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers d'obtenir des clients qui autorisent la réalisation pour leur compte d'investissements en instruments financiers à terme, "un accord spécial et exprès".

L'AMF recommande aux RCSI/RCCI d'orienter leurs contrôles en la matière prioritairement sur les mandats dont les objectifs de gestion sont les plus risqués.

## 2.5. Le contrôle de l'identité du client et de l'origine des capitaux

Le nombre et l'exhaustivité des procédures décrites par les rapports spécifiques 2005 permettent raisonnablement de penser que les sociétés de gestion de portefeuille et les autres prestataires de services d'investissement connaissent bien, pour l'ensemble de leurs activités<sup>11</sup>, leurs obligations de déclaration de certaines sommes ou de certaines opérations soupçonnées d'être d'origine illicite.

La part consacrée dans leur rapport à leurs obligations professionnelles en matière de dispositif anti-blanchiment<sup>12</sup> atteste d'une grande sensibilisation des établissements à l'importance de ces dispositions, ce dont l'AMF ne peut que se féliciter. Malgré l'importance de ce sujet, l'Autorité a préféré concentrer l'attention dans cette note sur les risques liés directement à la gestion sous mandat que sont : l'adéquation des services fournis aux besoins et à la situation des clients, la formalisation des mandats, le respect des orientations de gestion définies dans les mandats et l'information délivrée aux clients.

<sup>10</sup> Rapport annuel de l'AMF au Président de la République et au Parlement, 2005 ; page 287.

<sup>11</sup> Article 322-53 règlement général de l'AMF pour les sociétés de gestion de portefeuille

<sup>12</sup> Cf. Synthèse des résultats de l'analyse menée par l'Autorité des marchés financiers sur les programmes de formation mis en place par les sociétés de gestion dans le cadre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, Revue mensuelle AMF de février 2007 n° 33

## 3. LES PROCÉDURES ET CONTRÔLES DE L'EXÉCUTION DU MANDAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE

### 3.1. L'information du client

L'information due par le prestataire à son client, en cours d'exécution du mandat de gestion de portefeuille, est décrite de façon simple, brève et quasi identique dans tous les rapports 2005, pour au moins deux raisons :

- d'abord parce que la réglementation de cette obligation d'information devient plus précise et plus explicite, et que nombreux sont les prestataires qui l'incorporent telle quelle non seulement dans leurs recueils de procédure interne, mais aussi directement dans le corps des mandats de gestion signés par leurs clients ;
- ensuite parce que, comme l'annoncent les rapports spécifiques rédigés en 2005, les anciens mandats de gestion sont aujourd'hui (juin 2006) normalement tous à jour et s'engagent donc sur les mêmes moyens et supports d'information minimaux.

Les prestataires insistent sur la recherche constante d'une personnalisation de l'information délivrée au client : lettre nominative, signée de la main du gérant responsable du compte ; état comparatif nominatif, etc.

#### 3.1.1. L'obligation réglementaire d'information du client pendant l'exécution du mandat de gestion

Elle prend sa source dans trois articles du règlement général de l'AMF :

- l'alinéa 3 de l'article 322-68 pose le principe selon lequel "les modalités d'information du mandant sur la gestion de son portefeuille" sont l'une des cinq clauses obligatoires que doit comporter toute convention écrite de gestion individuelle de portefeuille ;
- l'article 322-70 rappelle que "les frais et commissions effectivement perçus dans le cadre de la gestion de portefeuille doivent donner lieu à une information complète du mandant ou des porteurs" ;
- l'article 322-71 affirme le principe d'"une information nécessaire au mandant" à la charge de la sociétés de gestion de portefeuille, et en précise les éléments constitutifs minimaux suivants :

"La société de gestion de portefeuille doit assurer au mandant ou aux porteurs toute l'information nécessaire sur la gestion de portefeuille effectuée.

Dans le cas d'une gestion individuelle sous mandat, cette information comprend au minimum **un arrêté trimestriel du portefeuille** ainsi qu'un compte rendu de gestion semestriel retraçant la politique de gestion suivie pour le compte du mandant, et faisant ressortir l'évolution de l'actif géré et les résultats dégagés pour la période écoulée. Lorsque le mandat de gestion autorise les opérations à effet de levier et que le portefeuille comporte **des positions** ouvertes (qui ne sont pas couvertes par une position ouverte symétrique ou la détention des actifs sous-jacents), **une information au moins mensuelle** doit être prévue comprenant, notamment, une appréciation des risques représentés par les positions ouvertes.

La société de gestion de portefeuille doit tenir à la disposition du mandant **le prospectus** et les documents d'information périodique **des OPCVM** qu'elle a souscrits pour son compte.

**Le rapport annuel de l'OPCVM, ou le compte rendu de gestion** adressé au mandant, doit contenir, le cas échéant, une information sur les instruments financiers détenus en portefeuille qui sont émis par la société de gestion ou les entités de son groupe. Il fait mention également, le cas échéant, des OPCVM ou des fonds d'investissement gérés par la société de gestion de portefeuille ou les entités de son groupe.

**La clé de répartition des frais de transaction entre les différents opérateurs**, quand est mise en place une commission de mouvement telle que définie à l'article 322-41, doit être portée à la connaissance du mandant par une information dans le compte rendu de gestion annuel. La clé de répartition, établie en pourcentage, doit être calculée au niveau de l'ensemble des actifs (OPCVM compris) gérés par la société de gestion de portefeuille ".

### 3.1.2. Nature et fréquence des contrôles effectués

Selon les rapports, ces contrôles sont les suivants :

La fréquence des contrôles exercés dépend du rythme, prévu à la convention, de la fourniture des différents documents d'information sur la gestion. Cette fréquence peut donc être :

- quotidienne (contrôle dit opérationnel et/ou hiérarchique),
- "sur événement",
- mensuelle (état des positions ouvertes et des risques),
- trimestrielle (arrêt de portefeuille, analyse de l'environnement économique et financier),
- semestrielle (arrêt de portefeuille, compte rendu de gestion, facturation des frais fixes et variables)
- et annuelle (résultats de gestion, rapport annuel de la sociétés de gestion de portefeuille, de l'OPCVM, récapitulatif des frais facturés).

Généralement les prestataires disent effectuer un premier contrôle de cohérence des avis d'opéré (un avis par opération) qui est assuré " au fil de l'eau ", avant transmission au client, comme pour tout compte de titres, par le gérant, sa hiérarchie et les services support (service comptable et service de post-marché). Le cas échéant, via internet, le client peut à distance suivre les opérations réalisées et l'évolution de la situation de son portefeuille.

En la matière, les recommandations de l'Autorité des marchés financiers peuvent se résumer ainsi :

- l'AMF attire l'attention des prestataires de services d'investissement sur le soin particulier qu'ils doivent apporter à l'information fournie à leurs clients lorsque ces derniers leur laissent une grande latitude dans la gestion de leurs portefeuilles (gestion discrétionnaire), et invite les RCSI/RCCI à porter leurs efforts de contrôles sur ces portefeuilles, ainsi que sur ceux qui comportent des produits atypiques, risqués ou à effet de levier ;

- L'Autorité rappelle également qu'une information standardisée produite " en batterie " comportant essentiellement des éléments de conjoncture économique ne peut répondre que très imparfaitement à l'obligation de l'article 322-71 du règlement général de l'AMF d'" un compte rendu de gestion semestriel retraçant la politique de gestion suivie pour le compte du mandant, et faisant ressortir l'évolution de l'actif géré et les résultats dégagés pour la période écoulée";
- lorsque le prestataire délègue au teneur de compte conservateur l'envoi de certains documents comme l'arrêté trimestriel du portefeuille et les positions ouvertes, l'AMF recommande qu'il s'assure de la formalisation de cette délégation et qu'il procède systématiquement au préalable, au rapprochement des positions qu'il enregistre pour ses mandants avec celles comptabilisées par le teneur de compte conservateur.

L'AMF note également qu'il est de bonne pratique de fournir aux mandants une information totalement transparente sur les frais perçus directement ou indirectement par le mandataire ou son groupe d'appartenance, non seulement au titre de la gestion sous mandat elle-même, mais encore au titre des instruments financiers acquis dans ce cadre : OPCVM "maison" et rétrocessions provenant des OPCVM tiers en particulier.

### 3.2. La modification ou la dénonciation du mandat

De même que l'obligation d'information sur la gestion est, d'après les rapports spécifiques 2005, mise en oeuvre par les prestataires sans difficulté particulière, de même, la résiliation du contrat de gestion, clairement définie par le règlement général de l'AMF et le texte du mandat, engendre très peu de contestations entre le client mandant et le prestataire mandataire.

#### 3.2.1. Selon l'article 322-69 du règlement général de l'AMF, la dénonciation du mandat de gestion obéit à la procédure suivante :

"Le contrat peut être résilié à tout moment par le mandant ou le mandataire. La dénonciation s'effectue par lettre recommandée avec demande d'avis de réception.

La dénonciation à l'initiative du mandant prend effet dès réception de la lettre recommandée par le mandataire qui cesse d'être habilité à prendre l'initiative de nouvelles opérations.

La dénonciation par le mandataire prend effet cinq jours de négociation après réception de la lettre recommandée par le mandant.

Au plus tard à la date d'effet de la résiliation, le mandataire établit un relevé de portefeuille et arrête un compte rendu de gestion faisant apparaître les résultats de la gestion depuis le dernier état du portefeuille ; il donne tous les éclaircissements utiles au mandant sur la nature des positions ouvertes".

#### 3.2.2. La modification du mandat

Selon les rapports, les deux causes principales de modification des mandats de gestion initiaux sont :

- le changement d'orientation et d'objectifs de la gestion, et
- le changement des conditions tarifaires.

Comme pour tout contrat, toute modification du mandat d'origine doit être actée dans un avenant signé par les parties, en l'espèce par au moins deux personnes physiques, le titulaire du compte et le représentant du prestataire gestionnaire.

### 3.2.3. Nature et fréquence des contrôles effectués

Les contrôles de premier et de deuxième niveaux entrepris au moment de la dénonciation ou de la modification portent principalement sur :

- la forme de la dénonciation ou de la modification ;
- les documents d'information qui doivent être adressés au client ;
- le respect des dispositions contractuelles nouvelles résumées dans l'avenant modificatif.

La pratique "antérieure" de dénonciation de nombreuses sociétés de gestion se satisfaisait de courrier sous pli simple ; les contrôles visent donc à vérifier l'usage exclusif de la lettre recommandée avec accusé de réception.

De plus, les contrôles portent sur les documents que doit obligatoirement recevoir le client après résiliation. Par exemple, ils consistent à s'assurer qu'à la date d'effet de la résiliation, le prestataire a bien établi un relevé de portefeuille et arrêté un compte rendu de gestion avec les derniers résultats de gestion.

Certains prestataires notent avec raison que le bon respect du ou des avenants modifiant le contrat initial exige, en général, un contrôle de deuxième niveau plus approfondi chaque trimestre de la première année.

L'AMF rappelle que les règles énoncées au paragraphe 2.3.1 en matière de vérification de l'adéquation des prestations proposées à la situation du mandant s'appliquent aussi bien à l'entrée en relation initiale avec le client qu'à la signature d'un avenant et recommande donc un contrôle systématique de cette adéquation.

L'AMF souhaite également attirer l'attention des sociétés de gestion de portefeuille sur le changement de teneur de compte conservateur des clients : parce qu'il existe un lien juridique direct, dans lequel n'intervient pas la société de gestion de portefeuille, entre le client sous mandat et son teneur de compte conservateur, une société de gestion de portefeuille ne peut pas, sans accord explicite de leur client commun, décider du transfert de ses avoirs d'un teneur de compte conservateur à un autre.

Or l'expérience a montré que, trop souvent, ce changement avait été traité par les sociétés de gestion de portefeuille en dépit des droits des clients, pour qui l'enjeu est de taille puisque c'est celui de la protection de leurs avoirs (l'obligation de restitution par le teneur de compte conservateur des titres qui lui sont confiés par ses clients est posée au 3° de l'article 332-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers).

Comme la société de gestion a souvent intérêt à encourager ses clients à ouvrir leur compte titre chez un teneur de compte conservateur désigné avec lequel elle a défini les processus opératoires, elle doit s'employer à s'assurer que la mise en relation de ses clients avec cet établissement s'opère dans le respect des obligations réglementaires.

### 3.3. Le traitement équitable des clients

Tous les prestataires n'ont pas donné le même contenu à l'intitulé de leur rapport consacré au traitement équitable de leurs clients. Certains prestataires ont traité dans leur réponse de la seule question de l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés en confondant parfois, semble-t-il, la gestion en batterie avec le traitement équitable des clients.

Cependant, la grande majorité des prestataires, allant dans le sens de la demande de l'AMF, ont décrit les moyens prévus et mis en place dans leur établissement pour promouvoir les intérêts de leurs mandants.

### 3.3.1. Obligations tirées du règlement général de l'AMF

L'obligation générale relative à l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés sous mandat résulte de l'article 322-34 du règlement général de l'AMF qui dispose que "La société de gestion de portefeuille doit veiller à l'égalité de traitement entre portefeuilles gérés ou porteurs (...)".

L'obligation générale visant à promouvoir la primauté des intérêts des clients est énoncée à l'article 322-31 du règlement général de l'AMF :

"La société de gestion de portefeuille doit promouvoir les intérêts de ses mandants ou des porteurs des OPCVM gérés. À cet effet, elle doit exercer ses activités dans le respect de l'intégrité, la transparence et la sécurité du marché.

Les opérations réalisées dans le cadre d'une gestion de portefeuille ainsi que leur fréquence doivent être motivées exclusivement par l'intérêt des mandants ou des porteurs. Une instruction de l'AMF précise les conditions dans lesquelles les porteurs ou mandants sont informés sur ces opérations et leur fréquence.

La société de gestion de portefeuille doit s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet de privilégier ses intérêts propres, ou ceux de ses associés, actionnaires ou sociétaires, au détriment des intérêts de ses mandants ou des porteurs.

(...) "

### 3.3.2. Les procédures mises en place

D'une façon générale, rares sont les codes de procédures formalisés par les prestataires habilités qui ne s'affichent pas comme placés dans le droit " respect de l'intégrité, de la transparence et de la sécurité du marché".

L'intégrité, la transparence et la sécurité du marché sont, à n'en pas douter, trois garanties fondamentales de traitement équitable des clients.

Mais sous cette rubrique les rapports spécifiques 2005 ne citent ni ne décrivent aucune procédure spécifique portant précisément ce titre et traitant précisément de ces garanties.

Les procédures citées et décrites concernent le "traitement des ordres", les "allocations d'actifs et intérêt du client", ou encore les règles à observer en matière d'information privilégiée (voir ci-après "§3.6 La prévention des conflits d'intérêts") qui relèvent directement des procédures de "préservation de l'intégrité du marché".

L'égalité de traitement entre tous les portefeuilles sous mandat est d'abord respectée quand les ordres d'achat/vente (ou de souscription/rachat) d'instruments financiers afférents à chacun sont servis sur un pied d'égalité.

Pour ce faire, un bon nombre de prestataires déclarent traiter tous les mandats d'un même type "comme un univers de gestion unique". En application du principe de l'affectation préalable, tous les ordres globaux sont pré-affectés soit automatiquement à l'aide d'un logiciel d'aide à la gestion, soit manuellement par le gérant. Il convient à cet égard de noter que pour offrir des garanties suffisantes en termes de pré affectation d'ordres un logiciel d'affectation doit comporter une procédure d'horodatage définitive inviolable et ne doit comporter aucun mécanisme non traçable de réaffectation.

Pour obtenir un prix d'exécution identique pour tous les clients gérés sous mandat, le prestataire passe sur le marché un ordre global d'achat/vente, ou de souscription/rachat.

Ensuite, selon bon nombre d'établissements, l'égalité de traitement des portefeuilles sous mandat est mise en œuvre quand les portefeuilles relevant d'une même orientation de gestion sont de constitution identique, c'est-à-dire contiennent la même proportion de chaque instrument financier et de chaque valeur mobilière. En ce sens, la gestion de portefeuille sous mandat telle que présentée dans neuf rapports spécifiques sur dix est "standardisée" pour être égalitaire.

Au sein d'une catégorie de portefeuilles de même type (même profil d'investissement du client et même orientation de gestion sous mandat), cet état de principe doit évidemment être ajusté des éventuelles instructions particulières de chaque client qui constituent autant de termes additionnels au contrat de gestion type.

Si, pour l'AMF, cette "industrialisation" de la gestion n'est nullement obligatoire pour respecter le principe de l'égalité de traitement des portefeuilles sous mandat, aucun rapport ne décrit une approche différente de la gestion accompagnée d'une méthodologie de contrôle de la mise en œuvre de cette obligation.

### 3.3.3. Les contrôles effectués

Effectués en permanence et à titre principal par les supérieurs hiérarchiques, les contrôleurs internes et les RCSI-déontologues, les contrôles du respect de l'égalité de traitement entre clients sont de réalisation facile et immédiate grâce à la généralisation de l'horodatage automatique des ordres, lequel assurerait une bonne "traçabilité" et surtout une incontestable "séquentialité".

Néanmoins, l'on peut s'étonner que les rapports spécifiques 2005 n'aient pas saisi l'occasion offerte de rendre également compte d'autres contrôles, nécessairement effectués, sur des champs aussi "sensibles" que, par exemple :

- les performances comparées des portefeuilles relevant d'un même profil d'investissement, et les explications écrites données aux clients ;
- les performances comparées des portefeuilles relevant d'un même profil d'investissement selon qu'ils sont gérés "en batterie" ou de façon individualisée (quand le volume des capitaux confiés dépassant un minimum, évidemment élevé, le justifie) ;
- la répartition des mandats de gestion entre les différents gérants au sein d'un même établissement ;
- les critères objectifs d'évaluation de "la meilleure exécution" ;
- l'absence constante et avérée de stockage d'instruments financiers chez l'intermédiaire, après exécution complète des ordres.

Alors que les rapports spécifiques 2005 sont également silencieux sur une autre question qui est tout sauf subalterne, celle de la rotation des portefeuilles, l'Autorité observe, en la regrettant, l'insuffisante motivation de la **fréquence des opérations** dans l'intérêt exclusif des mandants, qu'exige l'article 322-31 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Par ailleurs, le taux de rotation des portefeuilles figure parmi les critères utiles d'évaluation de la qualité du travail d'un gérant par son employeur.

### 3.4. Le respect de l'orientation de gestion du mandat

L'examen de la question du respect de l'orientation de gestion choisie par le client dans son mandat est souvent regroupé dans les rapports spécifiques 2005 avec celui de la question précédente relative au "traitement équitable du client" et celui de la question suivante de "la passation des ordres".

Ce regroupement, non dépourvu de logique, présente en outre l'avantage de permettre aux prestataires de décrire plus globalement et plus succinctement leur pratique de contrôle de conformité dans ces domaines.

#### 3.4.1. Nature du respect de l'orientation de gestion choisie

Le mandat de gestion est un contrat. Le prestataire mandataire a donc une obligation contractuelle d'en respecter scrupuleusement toutes les clauses.

Parmi celles-ci, le type de gestion déterminé à la signature du mandat comme étant le plus adapté au profil d'investissement du client, est assurément la clause la plus importante.

Encore faut-il que cette clause définisse, à partir de critères objectifs et normés, ledit type de gestion, pour prévenir toute contestation ultérieure de la composition du portefeuille sur une période donnée.

#### 3.4.2. Procédures et contrôles mis en place

- La procédure décrite dans une très grande majorité de cas est le mode opératoire d'un processus d'arbitrage automatisé contrôlé automatiquement.

A partir de son profil d'investissement et des conseils de son gérant, le client choisit le type de gestion le plus approprié à sa situation parmi la demi-douzaine de mandats standards généralement proposée par le gestionnaire.

Souvent, le client choisit aussi la(les) zone(s) géographique(s) des actions, obligations et titres monétaires qui, sélectionnés par les différents comités d'investissement hebdomadaires et mensuels du gestionnaire, viendront constituer son portefeuille.

L'intervention du client s'arrête à ce stade ; la suite est à l'initiative et de la responsabilité de la société mandataire et donc de son organe de direction qui devra décliner sous la forme de procédures et instructions précises portées à la connaissance de ses salariés gérants, les stipulations des mandats de gestion.

- Parmi les contrôles réalisés, le plus systématique porte, en particulier, sur la part du portefeuille investie en actions par rapport au mandat donné. La proportion d'actions du portefeuille sous mandat est validée quotidiennement par les services de suivi de marché (*middle offices*) du gestionnaire.

Les contrôles portent également sur la proportion en instruments autres qu'actions et obligations ; mais les rapports spécifiques 2005 ne précisent pas s'il s'agit, par exemple, d'exécution d'ordres stipulés à règlement différé (SRD), de *warrants* ou de dérivés, ou encore d'OPCVM non coordonnés pour lesquels l'accord préalable du client est obligatoire.

Les résultats de ces contrôles, les éventuels dépassements ou insuffisances par rapport à la part prévue au mandat, sont systématiquement adressés au service de contrôle interne.

- D'une façon générale, des contrôles plus élaborés sont effectués au moins une fois par semestre par le service de contrôle interne et le RCSI-déontologue du prestataire, qui visent à mesurer la cohérence des structures des portefeuilles avec les choix et instructions des clients formellement inscrits aux mandats.

Certains rapports relèvent une faiblesse fréquente, source permanente de contestation potentielle, causée par l'insuffisante précision des *desiderata* des clients repris en clause particulière au mandat.

Aussi ne sont pas l'exception les prestataires membres d'un réseau bancaire qui, pour la sécurité de leur activité de gestion sous mandat, ont exclu de leur offre de services financiers la possibilité pour un client d'inscrire des conditions particulières dans son mandat.

Pour ces mandats, la seule clause particulière éventuelle est de nature tarifaire : par exemple, lorsque le mandataire accepte de déroger au barème standard "pour des raisons commerciales".

Les recommandations de l'AMF en matière de vérification du respect de l'orientation de gestion des clients sont les suivantes :

- les prestataires de services d'investissement doivent veiller à formaliser, dans les mandats, de la façon la plus exhaustive et précise qui soit, la nature des orientations particulières et la latitude que leurs clients souhaitent donner à ces mandats ;
- ils doivent opérer des contrôles sur le respect de l'orientation de gestion prévue aux mandats selon une périodicité nettement supérieure à celle du semestre comme c'est le cas pour les OPCVM. Ces contrôles devraient d'ailleurs pouvoir être automatisés à partir du moment où le nombre de mandats le justifie ;
- les prestataires de services d'investissement doivent veiller à prévenir l'immixtion des clients dans la gestion de leur compte sous mandat, comme prévoit le second alinéa de l'article 322-19 du règlement général de l'AMF et le préconise l'AFG dans son règlement de déontologie de la gestion individuelle sous mandat, par l'ouverture, le cas échéant, d'un second compte au nom du client, ayant vocation à enregistrer l'ensemble des opérations initiées par le client lui-même.

### 3.5. La meilleure exécution possible : choix des intermédiaires et règles de passation des ordres

#### 3.5.1. L'obligation réglementaire d'obtenir la meilleure exécution possible

- Le principe est posé par l'article 322-49 du règlement général de l'AMF, "La société de gestion de portefeuille doit obtenir **la meilleure exécution possible des ordres.**

Elle recherche cette meilleure exécution en **sélectionnant les intermédiaires et contreparties et en se dotant des procédures et d'une organisation interne adaptées** pour la passation des ordres permettant de justifier en détail l'origine, la transmission et l'exécution des ordres, notamment par l'individualisation des opérations effectuées".

- Le moyen de la passation des ordres est prévu par l'article 322-51 du règlement général de l'AMF, en vigueur jusqu'au 20 septembre 2006,

"**Pour la passation des ordres**, la société de gestion de portefeuille doit :

1° mettre en place une procédure formalisée de passation des ordres, permettant la traçabilité de ceux-ci. Cette procédure fait l'objet d'un contrôle interne ;

2° se doter des moyens nécessaires, en particulier pour le traitement des flux et l'accès à l'information et aux marchés ;

3° mettre en place une procédure équivalant à un horodatage des ordres et veiller également à la mise en place d'un horodatage chez les intermédiaires et les dépositaires ;

4° veiller à réduire de manière aussi brève que possible le délai total d'exécution des ordres depuis leur enregistrement initial jusqu'à leur comptabilisation ;

5° transmettre au dépositaire de l'OPCVM ou au teneur de compte l'affectation précise des ordres au plus tard dès qu'elle a connaissance de leur exécution ;

6° définir au préalable les règles d'affectation des ordres groupés ;

7° ne pas réaffecter *a posteriori* les opérations effectuées.

Pour les investissements en titres non négociés sur des marchés réglementés mentionnés à l'article L. 422-1 du code monétaire et financier ou sur les marchés réglementés en fonctionnement régulier d'un État ni membre de la Communauté européenne, ni partie à l'accord sur l'Espace économique européen, pour autant que ces marchés n'ont pas été écartés par l'AMF, la société de gestion de portefeuille doit se doter de procédures spécifiques et adaptées aux titres concernés".

### 3.5.2. Les obligations réglementaires relatives au choix des intermédiaires

Selon l'article 322-36 du règlement général de l'AMF, le choix des intermédiaires doit s'effectuer de manière indépendante dans l'intérêt des mandants ou des porteurs. Ce choix ne peut, entre autre restriction, dépendre d'une obligation de volume d'affaires.

L'article 322-50 du règlement général de l'AMF précise les éléments constitutifs de la procédure formalisée de choix des intermédiaires dont le client est obligatoirement informé, généralement chaque trimestre, par le compte rendu de gestion de son portefeuille sous mandat.

"La société de gestion de portefeuille doit mettre en place une procédure formalisée et contrôlable de sélection et d'évaluation des intermédiaires et contreparties prenant en compte des critères objectifs tels que le coût de l'intermédiation, la qualité de l'exécution, de la recherche ou du traitement administratif des opérations.

Elle rend compte de la mise en oeuvre de cette procédure dans le rapport de gestion de l'OPCVM. Elle rend compte de la procédure dans le compte rendu de gestion du portefeuille géré sous mandat.

Par dérogation, le mandat peut prévoir le routage des ordres vers un ou des intermédiaires, une ou plusieurs contreparties.

(...).

Lorsque la contrepartie ou l'intermédiaire n'est pas sélectionné selon les principes du premier alinéa, la rémunération de cet intermédiaire ou contrepartie ne peut accroître les frais à la charge de l'OPCVM ou du mandant".

### 3.5.3. Les procédures mises en place

Les rapports spécifiques 2005 présentent les procédures de passation d'ordres, lesquelles sont largement automatisées grâce à des progiciels idoines, comme étant la transcription pure et simple de la réglementation de l'AMF.

Dans leur rapport, les sociétés de gestion de portefeuille décrivent le fonctionnement de leur comité interne d'évaluation et de notation des intermédiaires de marchés et des contreparties, après avoir rappelé les diligences effectuées lors de l'entrée en relation et lors de l'éventuelle "accréditation" ou "habilitation".

Cette décision est présentée, à juste raison, comme une importante prérogative de la direction générale de la sociétés de gestion de portefeuille, décidant en dernier ressort.

Rappelant leur attachement au pluralisme des intervenants sur la Place financière de Paris, et en particulier à l'obligation de mise en concurrence des intermédiaires, les plus importantes sociétés de gestion de portefeuille utilisent des dispositifs informatisés d'évaluation des intermédiaires et contreparties, visant à l'objectivité à partir de grilles et faisceaux de critères aussi bien qualitatifs que quantitatifs.

Ces critères de notation peuvent être regroupés en trois grandes catégories :

- les conditions de prix et la qualité d'exécution des ordres ;
- la qualité d'exécution de la prestation administrative mesurée au travers des unités de suivi de marché et de post-marché (*middle et back-offices*) ;
- la qualité de la recherche financière et du conseil.

Dans la pratique, la notation semble être plus simplement l'addition des avis successifs des gérants (*front office*), de la table de négociation, et du dépositaire via son service de post marché (*back office*).

Bien évidemment, les sociétés de gestion de portefeuille tiennent des entretiens réguliers avec les intermédiaires, ayant pour objectif d'enrichir le dispositif de notation de leur point de vue, de leur réponse ou défense, et de convenir des éventuels amendements à apporter.

La comparaison des notes obtenues avec les chiffres des volumes et des courtages réalisés par intermédiaire et par type de portefeuille, peut conduire la sociétés de gestion de portefeuille à réduire, exclure ou augmenter le nombre de *brokers* habilités ou la part de chacun d'eux.

Il est rappelé que les obligations réglementaires relatives à la passation des ordres et au choix des intermédiaires s'appliquent également aux prestataires de services d'investissement non sociétés de gestion de portefeuille agréés pour exercer, à titre accessoire, le service de gestion pour le compte de tiers, communément nommé "service 4".

#### 3.5.4. Nature et fréquence des contrôles de passation des ordres et des intermédiaires

- Selon les rapports spécifiques 2005, tous les ordres bénéficient dorénavant d'un horodatage automatique.

Le contrôle permanent de passation des ordres, après pré-affectation et validation par l'opérateur gérant, est largement automatisé comme l'est quasi intégralement le processus dit de routage des ordres sur lequel il s'exerce.

- Le contrôle permanent de la pré-affectation et de l'affectation en cas d'exécution partielle des ordres est d'abord de la responsabilité des unités de suivi de marché (*middle offices*), des supérieurs hiérarchiques des gérants et des services de contrôle interne.

- La fréquence des contrôles sur les intermédiaires ou contreparties est en général semestrielle.

Toutefois, certaines grandes sociétés de gestion déclarent actualiser la notation de leurs intermédiaires et contreparties chaque trimestre.

Quelques sociétés de gestion de portefeuille de petite taille veulent bien reconnaître que leurs contrôles révèlent encore une insuffisante formalisation de la procédure, longtemps non écrite, de sélection des intermédiaires.

### 3.6. La prévention des conflits d'intérêts

Thème de la dernière question posée par l'AMF, la prévention des conflits d'intérêts n'est pas la partie la plus développée des rapports spécifiques 2005 des prestataires de services d'investissement.

A lire ces derniers, les conflits d'intérêts ne semblent plus constituer, dans les sociétés de gestion de portefeuille et les autres prestataires habilités, une *quaestio disputata*.

Pour les prévenir et à défaut pour les résoudre, la détermination apportée par le règlement général de l'AMF, définissant les obligations professionnelles de l'espèce, en est certainement la raison première.

En d'autres termes, les risques de conflits d'intérêts existent, les prestataires en connaissent les causes topiques et les manifestations les plus fréquentes, et savent, par les procédures et les contrôles mis en place conformément aux prescriptions du régulateur, en limiter la genèse et les conséquences.

#### 3.6.1. La prévention des conflits selon le règlement général de l'Autorité des marchés financiers

Deux articles du règlement général traitant des "règles de bonne conduite et autres obligations professionnelles" de la société de gestion de portefeuille, les articles 322-33 et 9322-47, posent le principe de l'obligation de prévention et le principe de la nécessaire séparation des métiers et des fonctions.

Ainsi, selon l'article 322-33 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers,

"La société de gestion de portefeuille doit prévenir les conflits d'intérêts et, le cas échéant, les résoudre équitablement dans l'intérêt des mandants et des porteurs. Si elle se trouve en situation de conflit d'intérêts, elle doit en informer les mandants ou porteurs de la façon la plus appropriée.

Elle doit prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment en matière de séparation des métiers et des fonctions, pour garantir l'autonomie de la gestion."

De plus, en application de l'article 322-47 du règlement général de l'AMF,

"La société de gestion de portefeuille doit adopter une organisation réduisant les risques de conflits d'intérêts. Les fonctions susceptibles d'entraîner des conflits d'intérêts doivent être strictement séparées.

L'indépendance de l'activité de gestion pour compte de tiers doit être assurée par rapport aux autres fonctions exercées, notamment la gestion pour compte propre de la société de gestion de portefeuille".

### 3.6.2. La prévention des conflits d'intérêts selon le règlement de déontologie de la gestion de portefeuille individualisée sous mandat de l'Association française de la gestion financière (AFG)<sup>13</sup>

Texte professionnel de référence, complémentaire du règlement général de l'AMF, le règlement de l'AFG décrit en 13 articles les obligations du gestionnaire pour identifier et inventorier, prévenir et gérer les conflits d'intérêts, à partir de procédures d'alerte, de contrôle et de solution.

En particulier, ce règlement de déontologie est le seul document de portée générale qui aborde une pratique connue sous l'appellation d'"immixtion du client" dans le mandat de gestion, pour en dresser la recommandation suivante :

"Le gestionnaire doit veiller à ce que l'intervention du mandant sur son portefeuille, lorsqu'elle est prévue dans le mandat, n'ait lieu qu'à titre exceptionnel et dans le cadre d'une instruction écrite. Une ingérence systématique dans la gestion doit conduire le gestionnaire à proposer une modification de ses relations contractuelles avec le mandant.<sup>14</sup>".

### 3.6.3. Les procédures mises en place

De nombreux prestataires déclarent n'exercer aucune activité susceptible de générer des conflits d'intérêts avec la gestion sous mandat.

Pour étayer cette affirmation, ils attestent avoir fait le choix de prévention absolue, c'est-à-dire celui de n'exercer aucune gestion pour compte propre et de ne détenir aucune exposition en instruments financiers dans le cadre du placement de leurs fonds propres.

- En application des lois et règlements, et des règles de déontologie professionnelle, les procédures sont répertoriées dans différents documents internes : dans les codes généraux de procédures, les règlements de déontologie interne ou "groupe", et, pour certains points spécifiques de déontologie personnelle, dans le règlement intérieur de l'entreprise.
- Dénommées dans de très nombreux rapports "muraille(s) de Chine", les procédures décrites sont, dans la majorité des cas, la pure et simple application du règlement général de l'AMF, et en l'espèce des deux articles précités.

Complémentaires, ces deux articles visent le même objectif : **garantir l'autonomie de la gestion**, c'est-à-dire l'autonomie des différentes gestions les unes par rapport aux autres, et en particulier, garantir l'indépendance de la gestion pour compte de tiers par rapport à la gestion pour compte propre.

Les moyens à privilégier sont l'adoption d'une organisation où les métiers et les fonctions sont strictement séparés et où les procédures de prévention et de résolution des éventuels conflits sont totalement formalisées et ouvertes.

Pour l'ensemble des prestataires habilités, la mise en place d'un tel dispositif structuré de prévention des conflits d'intérêts (murailles de Chine, restrictions des opérations personnelles des collaborateurs sur les marchés, liste de surveillance et d'interdiction de transactions sur instruments financiers, etc.) est reconnue pour dresser une première et efficace protection de l'entreprise, de ses dirigeants, de ses personnels et surtout de ses clients.

<sup>13</sup> Règlement de déontologie du 3 avril 1997, pages 5 à 9

<sup>14</sup> Règlement de déontologie du 3 avril 1997 n° 36 page 11

- Les dispositions procédurales particulières adoptées pour prévenir les conflits d'intérêts varient peu d'un prestataire à l'autre.

Les exemples de procédures particulières de prévention les plus fréquemment cités dans les rapports spécifiques 2005 sont :

- le dépôt des actifs sous mandat et des actifs des OPCVM chez des conservateurs différents ;
- le choix de collaborateurs distincts et dédiés pour gérer les portefeuilles sous mandat ;
- la qualification de "sensible" du point de vue déontologique de tout collaborateur lié à un service d'investissement : son compte personnel d'instruments financiers est sous contrôle du RCSI-déontologue ; conformément à l'article 322-35 du règlement général de l'AMF. Il "doit s'abstenir d'exploiter, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour compte d'autrui, les informations privilégiées au sens de l'article 621-1 qu'il détient du fait de ses fonctions" ;
- au sein d'une même entreprise, et au sein d'un même immeuble, la séparation des locaux dupliquant la séparation des activités.

On note que les rapports spécifiques 2005 ne font pas mention de procédures particulières visant à prévenir l'immixtion des clients personnes physiques dans la gestion sous mandat de leurs portefeuilles ou à tout le moins le régir en prévoyant, de l'autoriser "à titre exceptionnel" dans le cadre d'une instruction écrite.

#### 3.6.4. Nature et fréquence des contrôles effectués

- Elaborés et formalisés obligatoirement avec la collaboration, ou à tout le moins après avis du RCSI-déontologue, les contrôles de deuxième niveau associent naturellement ce dernier et viennent en complément des contrôles permanents intégrés dans les modes opératoires.
- Le cas échéant, les services d'audit ou d'inspection générale du groupe d'appartenance interviennent dans le cadre du plan annuel d'audit.
- La fréquence des contrôles est au mieux trimestrielle (suivi des opérations personnelles sur comptes d'instruments financiers), mais plus souvent annuelle. En cas de conflit d'intérêts ouvert, les contrôles sont engagés dès constatation de l'événement, afin de rechercher tous les actes qui y ont concouru et de les confronter à l'ordination réglementaire et déontologique en vigueur dans l'entreprise.

*15 Article 621-1 du règlement général de l'AMF : " Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.*

*Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.*

*Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés, est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ".*

## RÉSUMÉ

### L'Autorité des marchés financiers recommande :

#### 1. Concernant les principales caractéristiques de l'activité de gestion sous mandat :

- que le rapport soit établi sous la responsabilité et au nom du président ou du directeur général du prestataire de services d'investissement ;
- que le rapport réponde directement et précisément à l'exercice spécifique de contrôle demandé ;
- que les prestataires exerçant le service de gestion pour le compte de tiers utilisent une segmentation juridique et statistique de leur clientèle sous mandat plus fine en vue de leur offrir un service qui leur soit spécifiquement adapté ;
- de s'assurer que les regroupements utilisés pour les besoins de la gestion individualisée sous mandat tiennent compte des relations patrimoniales qui peuvent exister entre ces différents types de clients ;
- d'utiliser une terminologie qui, s'agissant de la gestion pour le compte de tiers et de la gestion sous mandat, respecte les définitions d'activité données par la réglementation.

#### 2. Concernant les procédures et contrôles d'entrée en relation avec le client :

- que, partant du constat que l'avertissement générique : "les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps" est à l'évidence insuffisant, les prestataires "n'utilisent pas des données qui seraient trompeuses pour l'investisseur", par exemple, des "performances reconstituées ou des périodes de temps inadéquates", mais qu'ils accompagnent ces performances passées "des indications nécessaires à leur bonne compréhension", en particulier sur "les risques inhérents à la gestion proposée" (article 322-66 2° et 3° du règlement général de l'AMF). De manière générale la référence à des performances passées dans le contexte de la gestion sous mandat est un exercice délicat qui requiert la plus grande rigueur et la plus grande transparence ;
- que le profil d'investisseur soit actualisé<sup>16</sup> à échéance régulière, idéalement chaque année, lors d'un entretien avec le client, ou à chaque modification significative de ses objectifs de gestion, modification qui doit être enregistrée au contrat ;
- que priorité soit donnée, par tous les codes internes de déontologie, à l'intérêt premier du client et l'adaptation intuitu personae de toute offre d'instruments et services financiers, ce qui met les prestataires en situation de devoir apporter à tout moment la preuve de leurs diligences ;
- par conséquent, que la formalisation par écrit (en exécution ou en confirmation) de toutes les obligations de la relation contractuelle mandant- mandataire soit systématiquement recherchée ;
- que les contrôles décrits dans les rapports, qui sont pour l'essentiel des contrôles formels, ne soient pas considérés comme suffisants pour vérifier l'adéquation des mandats signés avec les objectifs, expérience et situation des mandants. Que, par conséquent, ces contrôles aient pour objectif, en fonction des informations disponibles dans les dossiers, de s'assurer effectivement de cette adéquation ;

<sup>16</sup> Article 321-47 alinéa 1 règlement général de l'AMF.

- qu'il y ait un contrôle exhaustif des nouveaux mandats ;
- outre ce contrôle *a posteriori*, qu'il y ait une implication forte de la part du RCSI/RCCI des établissements dans l'élaboration et la validation, *a priori*, du processus visant à s'assurer de l'adéquation du service proposé aux objectifs, expérience et situation du futur mandant ;
- de rendre le RCSI/RCCI destinataire d'une copie de toutes les plaintes, réclamations et procédures contentieuses émanant des mandants ;
- de s'assurer de la mise en œuvre pratique de l'obligation, posée au 5° de l'article 322-68 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers d'obtenir des clients qui autorisent la réalisation pour leur compte d'investissements en instruments financiers à terme, "un accord spécial et exprès";
- que les RCSI/RCCI orientent leurs contrôles en la matière prioritairement sur les mandats dont les objectifs de gestion sont les plus risqués.

### 3. Concernant les procédures et contrôles de l'exécution du mandat de gestion de portefeuille, l'Autorité des marchés financiers :

- attire l'attention des prestataires de services d'investissement sur le soin particulier qu'ils doivent apporter à l'information fournie à leurs clients lorsque ces derniers leur laissent une grande latitude dans la gestion de leurs portefeuilles (gestion discrétionnaire), et invite les RCSI/ RCCI à porter leurs efforts de contrôles sur ces portefeuilles, ainsi que sur ceux qui comportent des produits atypiques, risqués ou à effet de levier ;
- rappelle également qu'une information standardisée produite "en batterie" comportant essentiellement des éléments de conjoncture économique ne peut répondre que très imparfaitement à l'obligation de l'article 322-71 du règlement général de l'AMF d'"un compte rendu de gestion semestriel retraçant **la politique de gestion** suivie pour le compte du mandant, et faisant ressortir **l'évolution de l'actif** géré et **les résultats dégagés** pour la période écoulée";
- recommande, lorsque le prestataire délègue au teneur de compte conservateur l'envoi de certains documents comme l'arrêté trimestriel du portefeuille et les positions ouvertes, qu'il s'assure de la formalisation de cette délégation et qu'il procède systématiquement au préalable, au rapprochement des positions qu'il enregistre pour ses mandants avec celles comptabilisées par le teneur de compte conservateur ;
- note également qu'il est de bonne pratique de fournir aux mandants une information totalement transparente sur les frais perçus directement ou indirectement par le mandataire ou son groupe d'appartenance, non seulement au titre de la gestion sous mandat elle-même, mais encore au titre des instruments financiers acquis dans ce cadre : OPCVM "maison" et rétrocessions provenant des OPCVM tiers en particulier ;
- rappelle que les règles énoncées au point 2.3.1 de cette étude en matière de vérification de l'adéquation des prestations proposées à la situation du mandant s'appliquent aussi bien à l'entrée en relation initiale avec le client qu'à la signature d'un avenant et recommande donc un contrôle systématique de cette adéquation ;

- attire l'attention des sociétés de gestion de portefeuille sur le changement de teneur de compte conservateur des clients : parce qu'il existe un lien juridique direct, dans lequel n'intervient pas la société de gestion de portefeuille, entre le client sous mandat et son teneur de compte conservateur. Une société de gestion de portefeuille ne peut pas, sans accord explicite de leur client commun, décider du transfert de ses avoirs d'un teneur de compte conservateur à un autre.

Or l'expérience a montré que, trop souvent, ce changement avait été traité par les sociétés de gestion de portefeuille en dépit des droits des clients, pour qui l'enjeu est de taille puisque c'est celui de la protection de leurs avoirs (l'obligation de restitution par le teneur de compte conservateur des titres qui lui sont confiés par ses clients est posée au 3° de l'article 332-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers).

Comme la société de gestion a souvent intérêt à encourager ses clients à ouvrir leur compte titre chez un teneur de compte conservateur désigné avec lequel elle a défini les processus opératoires, elle doit s'employer à s'assurer que la mise en relation de ses clients avec cet établissement s'opère dans le respect des obligations réglementaires ;

- signale que pour offrir des garanties suffisantes en termes de pré affectation d'ordres, un logiciel d'affectation doit comporter une procédure d'horodatage définitive inviolable et ne doit comporter aucun mécanisme non traçable de réaffectation ;
- constate que si l'"industrialisation" de la gestion n'est nullement obligatoire pour respecter le principe de l'égalité de traitement des portefeuilles sous mandat, aucun rapport ne décrit une approche différente de la gestion accompagnée d'une méthodologie de contrôle de la mise en oeuvre de cette obligation ;
- observe, en la regrettant, l'insuffisante motivation de la fréquence des opérations dans l'intérêt exclusif des mandants, qu'exige l'article 322-31 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Les rapports spécifiques 2005 sont également silencieux sur la question importante de la rotation des portefeuilles. Le taux de rotation des portefeuilles figurant, par ailleurs, parmi les critères utiles d'évaluation de la qualité du travail d'un gérant par son employeur ;
- demande aux prestataires de services d'investissement de formaliser, dans les mandats, de la façon la plus exhaustive et précise qui soit, la nature des orientations de gestion particulières et la latitude que leurs clients souhaitent donner à ces mandats ;
- recommande aux prestataires d'opérer des contrôles sur le respect de l'orientation de gestion prévue aux mandats selon une périodicité nettement supérieure à celle du semestre comme c'est le cas pour les OPCVM. Ces contrôles devraient d'ailleurs pouvoir être automatisés à partir du moment où le nombre de mandats le justifie ;
- réclame des prestataires de services d'investissement qu'ils veillent à prévenir l'immixtion des clients dans la gestion de leur compte sous mandat, comme prévoit le second alinéa de l'article 322-19 du règlement général de l'AMF et le préconise l'AFG dans son règlement de déontologie de la gestion individuelle sous mandat, par l'ouverture, le cas échéant, d'un second compte au nom du client, ayant vocation à enregistrer l'ensemble des opérations initiées par le client lui-même ;

- relève enfin, que les rapports spécifiques 2005 ne rendent pas compte de certains contrôles portant pourtant sur des points jugés sensibles et nécessaires, à la fois par les professionnels du secteur de la gestion pour compte de tiers et par l'Autorité des marchés financiers. Ces points de contrôle semblent cependant se trouver de facto hors procédures formalisées ou placés sous procédures imparfaites. D'où le silence des rapports spécifiques à leur sujet. Ce sont par exemple :
  - le recensement des conflits d'intérêts dont peuvent être l'objet les gérants, à titre personnel, du fait par exemple de liens familiaux ou amicaux qui peuvent les lier à leurs mandants ou à leurs proches ;
  - l'identification des clients personnes physiques susceptibles d'avoir accès à des informations privilégiées concernant des sociétés cotées ;
  - le cumul ou la séparation des fonctions de gérant des portefeuilles en gestion sous mandat et de responsable de comptes en " gestion conseillée " pour lesquels chaque transaction doit être justifiée par un ordre émanant du client ;
  - l'investissement dans des instruments financiers gérés ou émis par le groupe d'appartenance du mandataire ;
  - les conditions de rémunération, en particulier la rétrocession de commissions reçue ou versée dans le cadre de la gestion sous mandat.

# Edito

## Quel avenir pour l'Europe financière ?

L'année 2007 sera dédiée à l'évaluation de la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers et du processus Lamfalussy, lancés il y a six ans. La Commission européenne vient, à ce titre, de publier un premier bilan et l'AMF a l'intention de contribuer activement au débat.

Notre conclusion est que, dans des délais extrêmement brefs, le plan d'action a manifestement atteint l'ensemble de ses objectifs premiers. Il est parvenu à profondément moderniser le droit des marchés financiers et celui des sociétés cotées. Il a également remis à neuf le mécanisme d'élaboration de la norme financière, considérablement raccourci les délais de production des textes et facilité l'adaptation ultérieure de la norme aux évolutions du marché. Il a aussi permis d'associer étroitement les autorités de régulation et les acteurs du marché à l'exercice. L'ensemble mérite donc d'être salué. Le nouveau dispositif constitue un atout concurrentiel incontestable pour les marchés financiers européens et un modèle de référence pour les pays tiers à l'Union.

Mais notre analyse est aussi que la base ainsi créée doit maintenant faire l'objet de nouvelles réflexions et d'initiatives, dans un sens à la fois d'approfondissement, d'extension, d'adaptation et de réorientation du plan d'action initial.

>>>



## SOMMAIRE

### OPÉRATIONS ET INFORMATIONS FINANCIÈRES ..... 3

- Recommandation de l'AMF sur l'utilisation du nouveau dispositif de contrôle interne
- Diffusion et archivage de l'information réglementée
- Modification du règlement européen Prospectus sur les historiques financiers complexes
- Nouveau groupe de travail sur XBRL
- Un deuxième FAQ publié par le groupe CESR Prospectus
- OICV - Travaux sur le gouvernement d'entreprise

### GESTION D'ACTIFS ..... 4

- L'AMF évalue sa réglementation en matière de multigestion alternative
- Finalisation de la réglementation sur les OPCI
- Deuxième consultation du CESR sur l'éligibilité des indices de hedge funds
- Task force du CESR pour les sujets opérationnels de gestion d'actifs
- OICV - Travaux du Comité sur la gestion d'actifs
- Modernisation de la fonction de dépositaire

### INTERMÉDIATION ET MARCHÉS ..... 5

- Commissions de courtage partagées : modification du règlement général
- MIF - Consultation sur le projet de règlement général de l'AMF
- OICV - Gestion des conflits d'intérêts spécifiques aux opérations financières
- OICV - Informations devant être portées à la connaissance du client au moment de la vente
- Travaux du CESR de niveau 3 sur la directive MIF

### ENJEUX ..... 6

L'avenir du post-marché en Europe

### INTERVIEW ..... 10

Yves Mansion

« De nouvelles avancées pour l'expression des actionnaires en assemblée générale »

### COLLOQUE 2007 DU CONSEIL SCIENTIFIQUE DE L'AMF .. 12

# Edito

>>> **Approfondir** car l'harmonisation des textes ne suffira pas. Le CESR doit avoir clairement pour mandat de s'assurer de la mise en œuvre pratique, disciplinée et convergente des directives par l'ensemble des régulateurs nationaux, au travers de ses divers groupes opérationnels et en particulier son *Review Panel*. Michel Prada a lui-même proposé d'animer une réflexion sur la création d'une structure européenne de formation visant à favoriser une culture commune entre régulateurs sur une base cross-sectorielle. Si, de manière plus institutionnelle, le réseau de régulateurs nationaux ne disposait pas des moyens nécessaires à de telles ambitions, il faudrait alors explorer les pistes juridiques favorisant un dispositif plus intégré avec des pouvoirs accrus.

Il faudra aussi **étendre** l'action menée à de nouveaux champs d'activité. La poursuite de la modernisation du cadre de la gestion d'actifs semble bien engagée avec les travaux préparatoires de la Commission européenne sur le Livre blanc. L'AMF ne peut que soutenir l'objectif d'ouvrir le passeport européen à de nouveaux produits non harmonisés jusqu'à présent. Mais l'égalité des chances concurrentielles exige aussi que le chantier soit élargi à d'autres produits financiers que les fonds, ou à des domaines d'activité relevant de la réglementation bancaire ou des assurances. Le même niveau d'information et de protection pour le consommateur final doit être assuré dans tous les cas. Une telle initiative ouvrirait en outre la voie au plan tant attendu d'harmonisation des services financiers de détail dans l'Union.

Il sera également nécessaire d'**adapter** les textes existants, sur la base d'analyses plus poussées de leurs coûts et de leurs effets. Pour être efficace, un cadre de régulation doit en effet être strictement proportionné aux besoins. Pour quelques grands groupes paneuropéens, l'abaissement des barrières douanières

et la recherche d'économies d'échelle est certes un objectif de qui justifie en contrepartie certaines contraintes. Une telle équation peut cependant paraître moins pertinente et surtout coûteuse pour des intermédiaires ou des sociétés de plus petite taille ou purement domestiques. L'AMF s'est donc engagée au terme de sa démarche de meilleure régulation à promouvoir auprès des autorités européennes des idées d'allègement ou de simplification des textes. Il est en effet crucial de faciliter le développement de nouveaux acteurs, qui sont si nécessaires à la poursuite de la croissance et à la création d'emplois dans les services financiers en Europe.

Enfin il s'agira de **réorienter** en partie l'action menée. Au-delà d'une pure démarche d'harmonisation et de libéralisation, il apparaît nécessaire d'œuvrer désormais à la création plus volontariste d'outils techniques communs. Ils mettront l'industrie et la régulation européenne sur un pied d'égalité au plan international avec ses grands homologues, notamment aux États-Unis. Ainsi, dans le domaine du post-marché, la décision centrale portera sur la nécessité ou non d'accélérer la mise en place de plates-formes intégrées. Ce choix devra garantir à la fois plus d'efficacité pour les participants et la capacité pour les régulateurs européens de disposer d'un système de collecte de données et de surveillance plus adéquat.

Tels seront, à l'AMF, les thèmes de débat en cette importante année de bilan pour l'Europe financière.



Hubert Reynier  
Secrétaire général adjoint de l'AMF

### > Recommandation de l'AMF sur l'utilisation du nouveau dispositif de contrôle interne

L'AMF a recommandé l'utilisation du cadre de référence du contrôle interne complet de guide d'application pour l'information financière et comptable à l'ensemble des sociétés faisant appel public à l'épargne en France. Ces sociétés sont invitées à préciser, dans le rapport du président, si elles se sont appuyées sur ce dispositif pour la rédaction de leur rapport. En cas d'application partielle du cadre de référence ou du guide, les sociétés doivent clairement identifier les domaines ou processus clés de contrôle interne qu'elles ont appliqués, compte tenu de la nature de leurs activités, de leur taille et de leur mode d'organisation. Les sociétés mettent l'accent sur les éléments et informations susceptibles d'avoir un impact significatif sur leur patrimoine ou leurs résultats. Les mêmes principes de transparence s'appliquent pour l'utilisation de tout autre référentiel que la société choisit ou est tenue d'appliquer. Cette recommandation est applicable aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007.

■ [www.amf-finance.org/fr/actualites/actualites/communique/2605\\_1.pdf](http://www.amf-finance.org/fr/actualites/actualites/communique/2605_1.pdf)

### > Diffusion et archivage de l'information réglementée

L'AMF a publié sur son site Internet une liste de cinq diffuseurs professionnels. Cette liste sera mise à jour en fonction du dépôt et de l'acceptation de nouvelles candidatures. Outre la diffusion par voie électronique, ces diffuseurs déposent pour le compte des sociétés l'information réglementée auprès de l'AMF. Les sociétés doivent également archiver sur leur site Internet l'information ou être diffusent

pendant une durée de cinq ans. Les informations relatives aux nouvelles modalités de diffusion de l'information réglementée et aux diffuseurs professionnels sont disponibles sur le site de l'AMF dans la rubrique «Espace émetteurs/diffusion information réglementée».

■ [www.amf-finance.org/fr/actualites/actualites/communique/2604\\_1.pdf](http://www.amf-finance.org/fr/actualites/actualites/communique/2604_1.pdf)

### > Modification du règlement européen Prospectus sur les historiques financiers complexes

Le Comité européen des valeurs mobilières a approuvé le 17 novembre 2006 un projet d'amendement du règlement du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive Prospectus. Ces amendements prévoient d'une société établissant un prospectus qu'elle donne des informations supplémentaires lorsque les comptes historiques ne reflètent pas son activité économique réelle sur la période considérée, notamment en cas de variation du périmètre significative ou lorsqu'elle vient d'être créée ou qu'elle a conclu, à la date du prospectus, un engagement financier susceptible d'avoir un impact significatif en cas de réalisation. Ce règlement modifié a été publié au Journal officiel de l'Union européenne le 28 février 2007.

■ [http://ec.europa.eu/enterprise/sectors/financial/information/20061117\\_0944\\_06\\_D0697022860024007.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/sectors/financial/information/20061117_0944_06_D0697022860024007.pdf)

### > Nouveau groupe de travail sur XBRL

La commission consultative «Opérations et Informations Financières» a décidé la création d'un groupe de travail ad hoc afin d'examiner l'opportunité d'adopter le langage de reporting XBRL (Extensible Business Reporting Language). L'objectif de ce groupe, animé par Olivier Azémar, de cabinet Azémar Conseil, et Franck Cedéah, associé gérant, ODDO Corporate Finance, est de dresser un état des lieux de ce standard en Europe et d'étudier les bénéfices qu'il peut apporter aux sociétés et à leurs utilisateurs dans le marché. Le groupe s'attachera également à identifier les coûts et les contraintes qui en découlent en s'appuyant, notamment, sur l'expérience des banques qui devront faire leur reporting à la Commission européenne au 30 juin 2007 sous format XBRL.

### > Un deuxième FAQ publié par le groupe CESR Prospectus

Le groupe de travail entre régulateurs constitué par le CESR sur la directive Prospectus, présidé par Gérard Baudry, secrétaire général de l'AMF, a mis à jour le 16 février 2007 la liste de ses positions communes sur les questions pratiques soulevées par la mise en œuvre de la directive.

■ [www.cesr-finance.org/fr/actualites/actualites/groupe/2605-01.pdf](http://www.cesr-finance.org/fr/actualites/actualites/groupe/2605-01.pdf)

### > OICV «Travaux sur le gouvernement d'entreprise

L'OICV a publié en février 2007 un rapport sur les administrateurs indépendants. Ce rapport présente la manière dont ont été mis en œuvre certains standards de l'OCDE relatifs à la composition du conseil d'administration des entreprises cotées.

■ [www.oicv.org](http://www.oicv.org)

## > L'AMF évalue sa réglementation en matière de multigestion alternative

Un groupe de travail a été constitué pour apprécier l'état de la réglementation en matière de fonds alternatifs et sa cohérence avec les standards internationaux actuellement en débat. Il réunit des personnes dont l'expérience pratique de la multigestion alternative permettra de déterminer précisément des diligences applicables et contrôlables chez les professionnels. Parallèlement, une consultation sera lancée pour préciser les orientations préliminaires de l'AMF dans ce domaine. Les contributions de la consultation nourriront les réflexions du groupe de travail. À la fin de ses travaux en juin, le groupe de travail publiera un document de consultation publique contenant des propositions concrètes en termes de réglementation.

## > Finalisation de la réglementation sur les OPCV

À la suite de la consultation publique sur les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) et de la modification de la loi, le projet de règlement général précise les dispositions particulières applicables à la gestion par une société de gestion de portefeuilles d'un OPCI d'une SCPI ou d'un mandat portant sur des actifs immobiliers. Il énonce les règles de constitution, d'agrément et de fonctionnement des OPCV notamment en matière de souscriptions-achats ainsi

que de calcul de la valeur liquidative et de gouvernance. La nouvelle rédaction du règlement général prend, par ailleurs, en compte la décision législative d'assurer la pérennité des SCPI. Cela permet un éventail relativement large de produits avec, au choix, des sociétés de gestion, des délais de règlement des porteurs plus ou moins courts et une certaine flexibilité en termes de classification des frais dans le cadre des règles de transparence harmonisées.

## > Deuxième consultation du CESR sur l'éligibilité des indices de hedge funds

À la suite d'une première consultation, le CESR envisage de prévoir l'éligibilité de sous réserve que ces indices respectent des conditions précises, en particulier un certain degré de diversification, la transparence sur leur méthodologie et une définition claire de leur composition. Une nouvelle consultation est ouverte jusqu'au 16 avril 2007, une session publique aura lieu le 2 avril 2007. Le nouveau document prend déjà en compte un certain nombre de préoccupations exprimées par le marché, notamment pour ce qui concerne la gestion des conflits d'intérêts, les règles de valorisation des fonds et les risques d'arbitrage réglementaire.

■ [www.cesr.eu.org/index.cfm?page=consultation\\_detail&id=488](http://www.cesr.eu.org/index.cfm?page=consultation_detail&id=488)

## > Task force du CESR pour les sujets opérationnels de gestion d'actifs

Pour concrétiser la volonté des présidents du CESR et de la Commission européenne de donner un caractère plus opérationnel aux sujets traités par le groupe d'experts du CESR sur la gestion d'actifs, il a été décidé de créer une « task force

opérationnelle » qui aura vocation à faire converger la pratique quotidienne des régulateurs dans ce secteur. Ses membres se réuniront régulièrement pour évoquer les sujets pratiques nécessitant de dégager une approche commune.

## > OICV - Travaux du Comité sur la gestion d'actifs

Lors de sa réunion de février 2007, le Comité technique de l'OICV a donné au comité en charge de la gestion d'actifs (SCS), présidé par l'AMF, un mandat pour élaborer des standards dans le domaine de la multigestion alternative. Conduit en étroite coopération avec des représentants de l'industrie, il fera le point sur les réglementations existantes au sein de ses membres et prendra en compte les demandes du marché lors d'une consultation qui devrait être publiée au mois d'avril 2007.

L'OICV a également décidé d'ouvrir des travaux sur les informations nécessaires à l'investisseur individuel afin qu'il puisse effectuer des choix éclairés lors de l'acquisition de parts d'un fonds.

Lors de cette même réunion, le Comité technique a approuvé le rapport du SCS sur la gouvernance des fonds. Ce rapport définit précisément le rôle et les fonctions de l'entité indépendante en charge du contrôle des fonds d'investissement.

■ [www.oicv.org](http://www.oicv.org)

## > Modernisation de la fonction de dépositaire

Faites des travaux d'un groupe de travail, les principales innovations du projet de règlement général ont consisté à introduire la notion de tenue de position sur les SCPI autres que ceux faisant l'objet d'une tenue de compte conservateur et à structurer les relations entre le dépositaire et les différents acteurs intervenant dans la gestion quotidienne de l'organisme de placement collectif. Le synthèse de la consultation publique ainsi que le projet règlementaire ont été présentés lors d'une présentation au Collège de l'AMF courant 2007.

### > Commissions de courtage partagées : modification du règlement général

Le projet de règlement général et d'instruction sur la commission de courtage partagée est au cœur d'homologation après les quelques ajustements apportés à l'issue de la phase de consultation publique. Il conduit, principalement, à exiger des sociétés de gestion l'établissement d'une facturation distincte entre l'exécution des ordres et les services connexes, notamment l'analyse et, en second lieu, à leur permettre de faire assurer la prestation de ces services d'analyse par un tiers aux termes d'un accord répartié avec la société de gestion et le courtier.

### > MIF - Consultation sur le projet de règlement général de l'AMF

La consultation publique sur les modifications du règlement général de l'AMF transposant la directive MIF a porté, dans un premier temps, sur le Livre II rassemblant les dispositions concernant les prestataires de services d'investissement. La deuxième phase a démarré au mois de mars et concerne les modifications du Livre V consacré aux infrastructures de négociation, marchés

réglementés, MTF (systèmes multilatéraux de négociation) ou internalisateurs systématiques, ainsi que les dispositions applicables aux intermédiaires non-PSL. L'AMF procédera aux ajustements des textes pour finaliser le nouveau dispositif au plus vite et au plus près des attentes de la Place, en lien avec le calendrier de transposition des dispositions d'ordre législatif.

### > OICV - Gestion des conflits d'intérêts spécifiques aux opérations financières

Un document de discussion est mis en consultation jusqu'au 25 mai sur des propositions en matière de gestion des conflits d'intérêts auxquels sont susceptibles d'être confrontés les intermédiaires de marché qui réalisent des opérations financières pour le compte de sociétés cotées. Sont notamment examinées les diligences que devraient mettre en œuvre les intermédiaires dans la gestion de l'information, compte tenu des rôles multiples et parfois conflictuels qu'ils peuvent être amenés à jouer (prêteur d'un émetteur, conseil et montage d'une offre pour l'émetteur, teneur de marché, détenteurs de positions sur les actions ou les obligations de l'émetteur). Le document de consultation propose des approches destinées à la gestion des conflits : organisation, processus de décision, allocation, barrières à l'information et divulgation des conflits.

■ [www.esco.org/financ/interco/20070235.pdf](http://www.esco.org/financ/interco/20070235.pdf)

### > OICV - Informations devant être portées à la connaissance du client au moment de la vente

L'OICV a été mise au point sur l'information destinée aux clients au moment de la vente d'un produit, notamment concernant les avantages financiers qu'est susceptible de recevoir

l'intermédiaire et les conflits d'intérêts que peuvent générer ces avantages. Une consultation publique sur un projet de recommandations devrait être lancée à la fin de 2007.

### > Travaux du CESR de niveau 3 sur la directive MIF

#### Consultation

#### sur la « meilleure exécution »

Le CESR a publié le 2 février un document de consultation portant notamment sur le contenu de la politique d'exécution, l'information due aux clients, la responsabilité des différents PSI dans le cadre d'exécution d'un ordre et la surveillance des dispositifs d'exécution. La question du champ d'application de l'obligation de « meilleure exécution » sera traitée prochainement à la suite des consultations attendues courant mars de la part de la Commission européenne.

#### Consultation sur la déclaration des transactions

Un document de consultation a été publié le 2 février sur la déclaration des transactions par les succursales, la définition de l'information qui doit être échangée entre régulateurs, les critères possibles de notification de l'existence d'une transaction et les modalités d'accréditation des systèmes de déclaration des transactions.

#### Recommandations

#### sur la consolidation des données de marché

Les recommandations et interprétations du CESR publiées le 9 février visent à prévenir toute double publication des données et à préciser les caractéristiques à satisfaire par les « sites propriétaires », utilisés par les intermédiaires pour répondre aux exigences de transparence pré et post-négotiation, en termes de fiabilité et d'accessibilité de l'information publiée. Le CESR recommande, en outre, l'utilisation de normes internationalement reconnues par les intermédiaires ou les marchés réglementés dans ce domaine.

■ [www.esco.org/financ/interco/20070207.pdf](http://www.esco.org/financ/interco/20070207.pdf)  
 group@esco.org

## L'AVENIR DU POST-MARCHÉ EN EUROPE

Plusieurs événements majeurs sont en voie d'établir les prémices d'une réforme profonde et accélérée des infrastructures de compensation et de règlement-livraison des titres, dits de post-marché. L'AMF précise dans l'article qui suit les conditions dans lesquelles cette nouvelle donne pourra se réaliser de façon efficace pour l'ensemble des participants et dans le respect des principes de bon fonctionnement, de sécurité et d'intégrité des marchés, dont les régulateurs demeureront les gardiens vigilants.

La construction d'un espace européen du post-marché est une question à laquelle les acteurs du secteur public et du secteur privé avaient tenté depuis plusieurs années de répondre sans atteindre jusqu'à présent un consensus quant au modèle à adopter. Au sein de chaque pays de l'Union européenne, une forte intégration prévaut pourtant depuis longtemps autour d'une ou deux structures nationales de compensation et de dépositaire central.

En conséquence, au niveau paneuropéen, l'industrie du post-marché reste très fragmentée, malgré les consolidations dans certaines zones, telles que celle d'Euronext ou des pays nordiques, et ce en fort contraste avec la situation aux États-Unis. Cette fragmentation crée des obstacles à l'investissement dans les marchés européens, comme le montre la différence de près de 50 % entre les volumes traités sur les marchés d'actions aux États-Unis et dans l'Union européenne (respectivement 35 mille milliards et 21 mille milliards USD en 2006).

Dès le milieu des années 1990, les premiers travaux internationaux, conduits notamment par la Banque des règlements internationaux, ont souligné la nécessité d'un cadre plus harmonisé pour le paiement et le règlement des titres. Les premières réflexions proprement européennes sur la question ont été lancées au début des années 2000. Il s'agit des deux rapports du groupe Giovannini de 2001 et 2003. Par ailleurs, un groupe, constitué par le CESR et les représentants du SEBC (Système européen des banques centrales), a également engagé des travaux en ce domaine en octobre 2001. En avril 2004, la Commission européenne a présenté une communication relative à ses orientations pour améliorer les mécanismes de post-marché dans l'Union européenne.

Au cours des derniers mois, les débats sur les infrastructures en Europe ont été relancés à l'occasion de trois événements :

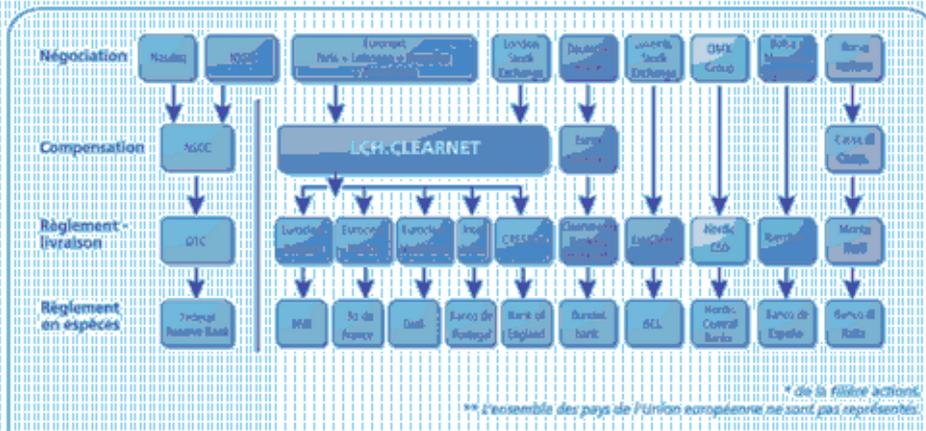
• L'allocution du Commissaire McCreesh du 11 juillet 2006 a permis de clarifier les intentions

de la Commission européenne à court terme en ce qui concerne le post-marché en optant pour l'élaboration d'un code de conduite entre infrastructures de marché. La Commission n'a pas souhaité à ce stade proposer de nouvelle législation. [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/mcCreesh/allspeeches\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_barroso/mcCreesh/allspeeches_en.htm)

• L'Eurosystème a, de son côté, également lancé en juillet 2006 une initiative pour créer, en coopération avec les dépositaires centraux de titres et les autres acteurs de marché, une plateforme technique commune pour assurer le règlement de titres en euros et en monnaie banque centrale nommée Target 2 Securities (« T2S »). [www.ecb.int/press/date/2006/html/pr060707.en.html](http://www.ecb.int/press/date/2006/html/pr060707.en.html)

• Enfin, l'entrée en vigueur de la directive *Marchés d'instruments financiers (MIF)* en novembre 2007 devrait relancer la concurrence entre plates-formes de négociation y compris sur l'efficacité relative de leurs systèmes de post-marché. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/sid/mifiaz\\_fcbtm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/sid/mifiaz_fcbtm)

## Structure actuelle du post-marché\* dans l'Union européenne\*\* et aux États-Unis



## LE CODE DE CONDUITE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

En réponse à la sollicitation du Commissaire McCreevy, les infrastructures de marché et de post-marché ont signé un code de conduite le 7 novembre 2006 et se sont engagées à produire les résultats suivants :

- pour le fin de 2006, la mise en place d'un système de transparence des prix ;
- pour le 30 juin 2007, un accord sur un programme de travail et sur la définition des conditions garantissant un droit d'accès égalitaire aux infrastructures et par la suite l'interopérabilité complète entre bourses, chambres de compensation et dépositaires centraux de titres ;
- pour le 30 décembre 2007, la distinction des chaînes comptables relatives pour les services principaux de compensation et de règlement-livraison au sein des infrastructures ;
- pour la même date, et sur demande du régulateur national, le dégroupage des prix des

principaux services par les entités qui détiennent un ou plusieurs lieux de négociation, chambres de compensation ou dépositaires centraux de titres.

### La transparence des prix n'a de sens que dans un univers où toutes les infrastructures ont suffisamment ouvert et harmonisé leur offre de services

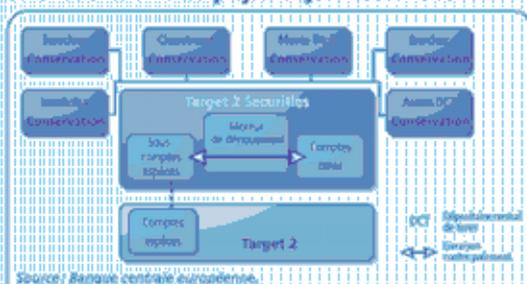
L'objectif de la transparence et de comparabilité des prix ne paraît possible que sur la base d'activités similaires, c'est-à-dire pour un même service offert sur un même type de titre par deux dépositaires centraux ou deux chambres de compensation différents. Elle n'a donc de sens que dans le cadre d'une architecture ouverte qui permette aux intermédiaires d'arbitrer librement entre infrastructures.  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/doc/codecode\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/doc/codecode_en.pdf)

## LE PROJET TARGET 2 SECURITIES

L'Eurosystème a annoncé le 7 juillet 2006 qu'il évalue l'opportunité de fournir un service de gestion des flux de règlement-livraison pour titres et espèces, en monnaie banque centrale, sur une plate-forme unique ouverte à tous les États membres. Le Commissaire McCreavy a indiqué qu'un tel système devrait permettre des

économies significatives aux intermédiaires par le niveau élevé d'harmonisation technologique qu'il nécessitera. Il pourrait, selon lui, servir de point de départ à la mise en place à terme d'un système véritablement européen de règlement-livraison. En particulier le projet T2S pourrait, grâce à son moteur unique, éliminer la nécessité de créer l'interopérabilité multilatérale entre les systèmes de règlement-livraison de titres. Il pourrait aussi contribuer à améliorer le taux final de dénouement des opérations, en accroissant l'efficacité des appels de marge et en permettant une réutilisation plus rapide des fonds et des titres immobilisés par les intermédiaires.

Schéma fonctionnel du projet Target 2 Securities



Source : Banque centrale européenne.

### Caractéristiques principales de T2S

1. Plate-forme unique de règlement-livraison avec des règles communes
2. Dénoûment fait en temps réel en « monnaie Banque centrale »
3. Dépositaires centraux de titres comme uniques participants
4. Fluides y compris les titres dénoûtés en euros acceptés
5. Structure flexible permettant l'ouverture aux titres dénoûtés en d'autres devises avec l'accord de la banque centrale compétente
6. Prix basés sur le principe de la récupération des coûts

## L'ENTRÉE EN VIGUEUR DE LA DIRECTIVE MIF

La directive Marchés d'instruments financiers (MIF), dont la date d'entrée en application a été fixée au 1<sup>er</sup> novembre 2007, abolira en France la règle de concentration des ordres sur la bourse. Si elle accroit au premier chef la concurrence entre plates-formes de négociation, elle ne sera pas sans incidence pour les infrastructures de post-marché. L'article 34 de la directive ouvre ainsi aux prestataires de services d'investissement d'un État membre l'accès aux systèmes de compensation et règlement-livraison des autres États membres. Le règlement demande, en outre, aux marchés réglementés d'offrir à leurs membres la possibilité de libre choix entre les systèmes de dénouement pour leurs transactions. Enfin, le futur équilibre économique qui suivra l'ouverture de la concurrence entre bourses et nouvelles plates-formes d'un côté, et entre celles-ci et les marchés de gré à gré de l'autre, sera intrinsèquement lié

**Target 2 Securities pourrait offrir à terme une plate-forme unique pour le dénouement en monnaie « banque centrale » de toutes les opérations sur titres en Europe**

Depuis son annonce, le projet, dont les grandes lignes ont été présentées au marché, a été l'objet d'études de faisabilité économique, juridique et opérationnelle. Le Conseil des Gouverneurs a décidé le 8 mars 2007 de passer à la phase suivante : l'expression des besoins des utilisateurs.

à leur capacité à mettre en place des systèmes performants de gestion des flux et des stocks en titres et en espèces. Le développement spectaculaire du marché de gré à gré, en particulier sur le segment des instruments dérivés, qu'il s'agisse des produits de taux, actions, crédit ou matières premières n'est pas, en effet, sans poser des problèmes concrets pour l'ensemble des intermédiaires concernés. Il est générateur de risques et de coûts importants en termes de gestion des lignes et des positions entre contreparties et donc de collatéral immobilisé (1,3 mille milliards USD fin 2005). Les difficultés récentes rencontrées pour le dénouement des opérations sur le marché des dérivés de crédit rappellent, en outre, l'urgence de trouver des solutions efficaces, au plan technique et financier, qui satisfassent les régulateurs et les professionnels en termes de bon fonctionnement du marché.

## LES SUJETS POUR LE RÉGULATEUR

Tous les acteurs financiers européens sont à la recherche d'un modèle de post-marché qui soit à la fois moins coûteux et techniquement efficace et qui, sur un plan organisationnel, garantisse un équilibre d'intérêts entre les différentes parties prenantes. L'AMF partage les mêmes objectifs que ceux exprimés par les professionnels : respect de l'égalité concurrentielle entre intervenants, gouvernance représentative des utilisateurs et neutralité des systèmes par rapport au droit du titre applicable. Elle y ajoute des préoccupations particulières en termes de robustesse des systèmes, de transparence et d'intégrité des transactions ou encore de suivi des risques.

Quelles que soient les infrastructures futures de compensation et de règlement-livraison au plan pan-européen, le régulateur exigera, en effet, une sécurité maximale des systèmes, qui garantisse la continuité de service en toutes circonstances, grâce à des équipes professionnelles et expérimentées, des technologies éprouvées, des solutions testées de sauvegarde des données et des procédures adaptées aux volumes et aux types d'instruments traités. Les infrastructures et leurs opérateurs devront, par ailleurs, s'engager

à garantir aux membres la transparence et la traçabilité ex post des flux et des positions en stock, de façon à leur faciliter le suivi de leurs propres opérations avec leurs clients ou contreparties. Les intermédiaires qui opéreraient, éventuellement, de nouvelles plates-formes devront, en outre, porter une attention particulière à la gestion de leurs conflits d'intérêts éventuels avec d'autres activités qu'ils pourraient mener en concurrence avec les membres de leur système. Enfin le régulateur sera attentif aux mécanismes d'autorisation d'accès en qualité de membres ou de clients, aux procédures d'analyse des risques, de calcul et d'appel de marges, aux technologies de détection des fraudes, ou des tentatives de blanchiment, ainsi qu'aux systèmes de contrôle et de reporting, de façon à ce que les autorités de supervision et de contrôle soient parfaitement respectées à tout moment.

**Sécurité des systèmes, transparence et intégrité des transactions, et surveillance des risques seront les maîtres mots de la régulation européenne du post-marché de demain**

## CONCLUSION ET PERSPECTIVES

La libéralisation et l'intégration des systèmes de négociation de titres au plan européen sont désormais lancées, grâce à la mise en œuvre de la directive MIF. Les systèmes de post-marché devraient suivre prochainement cette voie, apportant de nouveaux facteurs d'économies et de compétitivité à l'ensemble des marchés européens. Cette évolution permettra non seulement de faciliter les investissements transfrontières et d'améliorer les volumes d'activité à un niveau comparable à celui des marchés américains mais, également, de répondre aux attentes des nouveaux segments en développement rapide que sont, notamment, les marchés de gré à gré de dérivés. L'exemple nous en est ici donné par les infrastructures américaines, comme la *Depository Trust & Clearing Corporation* (« DTCC »), qui propose, désormais, une gamme intégrée de services qui centralise et automatise le traitement de l'ensemble des dérivés de crédit, depuis le premier instant de négociation jusqu'aux derniers paiements ou livraisons, parfois plusieurs

années après. La DTCC prévoit à terme des services similaires pour l'ensemble des autres dérivés de gré à gré.

L'Autorité des marchés financiers s'est déjà exprimée favorablement sur les initiatives récentes de la Banque centrale européenne et de la Commission européenne pour encourager l'ouverture et l'intégration des infrastructures post-marché en Europe. Elle souhaite que soient garanties à cette occasion les conditions d'une concurrence saine entre les différents acteurs afin que ce processus s'accomplisse dans le sens de la plus grande efficacité économique. Elle œuvrera aussi pour que les futurs systèmes contribuent au renforcement de la sécurité, de l'intégrité et de la stabilité financière de l'ensemble des marchés, organisés comme de gré à gré.

## Interview

# « De nouvelles avancées pour l'expression des actionnaires en assemblée générale »

YVES MANSION

Yves Mansion, membre du Collège de l'AMF, administrateur et directeur général de la Société Foncière Lyonnaise, avait présidé en 2005 un groupe de Place sur les voies d'amélioration de l'exercice des droits de vote en assemblée générale. Il nous éclaire sur les progrès enregistrés en France depuis la publication de son rapport et sur les débats au plan européen.

**YVES MANSION,**  
membre du Collège de l'AMF,  
administrateur et directeur général  
de la Société Foncière Lyonnaise



## Interview

### > Quelles ont été les suites de votre rapport ?

Yves Mansion : Le groupe de Place a publié 24 propositions articulées autour de quatre principes : accessibilité de l'information, qualité du déroulement des assemblées, suppression des obstacles à l'expression du vote à distance et responsabilisation des investisseurs. Je me réjouis que la plupart des mesures préconisées aient été reprises dans un décret de décembre 2006. Ce texte instaure notamment la « record date » ou date d'enregistrement des actionnaires, trois jours avant l'assemblée générale, et supprime l'obligation d'imprimer les actions pour pouvoir participer à l'assemblée, ce qui était perçu comme un obstacle très important par les actionnaires. Ce délai assure une photographie de l'actionariat très fiable et s'appuyant sur les nouveaux délais de règlement-livraison mis en œuvre peu de temps auparavant. Le délai de dépôt des projets de résolution a été allongé à vingt jours, le délai de l'information des actionnaires sur la tenue de l'assemblée générale est passé de trente à trente-cinq jours permettant aux actionnaires de mieux organiser leur vote par correspondance. En contrepartie, les questions écrites au management doivent désormais parvenir à la société quatre jours ouvrés avant l'assemblée générale. Enfin l'AMF, en avril 2006, a publié de son côté une recommandation qui complète le nouveau dispositif sur le plan de l'information pré et post-assemblée générale.

### > Pensez-vous que la « démocratie actionnariale » a progressé en France depuis ces travaux ?

Y. M. : Oui, incontestablement. La loi de sécurité financière de 2003 y a sensiblement contribué en imposant aux sociétés de gestion françaises de formaliser leur politique de vote et de rendre compte dans un rapport spécifique des conditions précises dans lesquelles elles ont exercé

ces droits. Je crois que le cru 2007 des assemblées va marquer un nouveau progrès dans l'accès et l'expression des actionnaires en assemblée, grâce aux efforts des associations professionnelles et des sociétés pour intégrer rapidement le nouveau dispositif.

### > Selon vous, quels autres sujets mériteraient d'être désormais abordés ?

Y. M. : La problématique du prêt-emprunt de titres en période d'assemblée mériterait à elle seule une vaste réflexion. Quelle est en effet la légitimité du vote d'un emprunteur qui ne prend pas le risque économique d'un actionnaire ? Dans le cadre de notre groupe, nous nous en étions préoccupés et nous avons recommandé que les investisseurs institutionnels rapatrient systématiquement leurs titres prêts dans la perspective de la tenue des assemblées. Je constate qu'un certain nombre de régulateurs dans le monde, aux États-Unis ou à Hong Kong, enquêtent désormais sur ces pratiques et que récemment l'association européenne des sociétés cotées, l'EALIC, a également exprimé son inquiétude à ce sujet. Nous ne pouvons guère aller plus loin au plan national français et il devient donc urgent que cette question soit traitée au niveau communautaire, dans un cadre concerté avec l'industrie, sous l'égide de la Commission européenne.

### > Quels sont les chantiers prévus dans le domaine des assemblées générales au plan européen ?

Y. M. : La Commission européenne a publié en 2006 une proposition de directive sur l'exercice des droits de vote. Ce texte, une fois adopté, constituera un socle harmonisé, utile et solide pour toutes les sociétés cotées en Europe, au plan à la fois de l'information pré et post-assemblée et de la généralisation de la « record date ». La directive n'imposera cependant en pratique que peu

d'évolutions en France, car nous en avions d'ores et déjà largement anticipé le contenu lors de nos travaux de Place il y a deux ans. J'espère en sens inverse que les avancées françaises influenceront favorablement le législateur européen.

### > La directive permettra-t-elle de résoudre la question cruciale pour les sociétés de l'identification des actionnaires ?

Y. M. : Malheureusement non. Au-delà du problème du prêt-emprunt de titres, nous savons tous qu'il est devenu très difficile pour une société cotée d'obtenir une photographie fiable de son actionariat. Différentes techniques de portage, de positions synthétiques, l'usage de dérivés, ou d'écrans juridiques, contribuent aujourd'hui à cette opacité. Il serait pourtant primordial pour la qualité de la « démocratie actionnariale » que les investisseurs, notamment les hedge funds les plus activistes, pratiquent pour eux-mêmes la même transparence que celle qu'ils exigent du management des sociétés dans lesquelles ils investissent. Il faut donc qu'une définition harmonisée de l'actionnaire final et des exigences plus fortes de publicité autour de l'exercice des droits de vote par les institutionnels, à l'exemple du système français, permettent d'atteindre à l'échelle d'un niveau de transparence adéquat pour la bonne gouvernance des sociétés cotées en Europe.

Rapport du groupe de travail présidé par Yves Mansion : [www.amf-france.org/documents/genera16233\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/genera16233_1.pdf)  
Synthèse des réponses à la consultation publique sur le rapport de groupe de travail : [www.amf-france.org/documents/genera16413\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/genera16413_1.pdf)  
Recommandation AMF relative à la participation des actionnaires aux assemblées générales : [www.amf-france.org/documents/genera16709\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/genera16709_1.pdf)

## Colloque 2007 du Conseil scientifique de l'AMF organisé avec le concours de la Securities and Exchange Commission des États-Unis

### STRUCTURE ET RÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS

14 mai 2007 - Paris, Palais du Sénat

Les derniers mois ont été marqués par des évolutions majeures dans l'organisation des bourses de valeurs, illustrées notamment par le rapprochement Nysse-Euronext. Parallèlement, les modifications du paysage réglementaire, avec l'entrée en vigueur de la directive MiF en Europe et de Regulation MMIS aux États-Unis, sont de nature à avoir des implications significatives et de long terme sur l'activité des bourses et le développement de la compétition entre elles ou avec d'autres types de places-formes de négociation.

Dans ce contexte, l'AMF a décidé de consacrer l'édition 2007 de son colloque scientifique au thème de la structure des marchés financiers et des défis qu'elle représente pour la régulation dans le futur. Compte tenu de la dimension internationale prise par les stratégies des bourses, il est apparu opportunist d'amorcer un dialogue transatlantique sur le sujet et d'organiser la conférence conjointement avec la Securities and Exchange Commission des États-Unis (SEC).

8h15: Réception - Accueil - Café

8h45 - 9h: Discours d'accueil  
Michel Prada, Président de l'AMF.

>>> 9h - 9h15: Introduction de la séance du matin Annette L. Nazareth, SEC, Commissionnaire

#### SESSION DU MATIN

##### • SESSION ACADÉMIQUE 1 QUELS SONT LES FACTEURS DE COMPÉTITION ENTRE LES BOURSES ?

9h15 - 9h45:  
Hans R. Stoll, Vanderbilt University.

9h45 - 10h15:  
Thierry Foucault, HEC,  
et Conseil scientifique de l'AMF.

10h15 - 10h30: Questions-Réponses

10h30 - 10h45: Pause

##### • SESSION ACADÉMIQUE 2 STRUCTURES DE MARCHÉ ALTERNATIVES: CONCURRENCE OU COMPLÉMENTARITÉ ?

10h45 - 11h15:  
Albert J. Menkveld, Université libre  
d'Amsterdam, et Conseil scientifique de l'AMF.

11h15 - 11h45:  
Carole Gresse, Université de Paris-Dauphine.

11h45 - 12h: Questions-Réponses

##### • DÉBAT QUELLE FORME AURONT LES MARCHÉS FINANCIERS DU FUTUR ?

12h - 13h:  
Modérateur:  
Annette L. Nazareth, SEC, Commissionnaire,  
avec la participation de Jean-François Théodore,  
Président du Directoire, Euronext N.V.

13h - 14h: Buffet cocktail

>>> 14h - 14h30: Introduction de la séance de l'après-midi Chester Spatt, Chief Economist, SEC

#### SESSION DE L'APRÈS-MIDI

##### • SESSION ACADÉMIQUE 3 MARCHÉS RÉGLEMENTÉS: COMMENT LA LIQUIDITÉ SE FORME-T-ELLE ?

14h30 - 15h:  
Roger Huang, Université Notre-Dame, Indiana.

15h - 15h30:  
Terrence Hendershott,  
Université de Californie, Berkeley.

15h30 - 15h45: Questions-Réponses

15h45 - 16h: Pause

##### • SESSION ACADÉMIQUE 4 RÉGULATION DES MARCHÉS: QUELS SONT LES NOUVEAUX DÉFIS ?

16h - 16h30:  
Peter Kyle, Université du Maryland.

16h30 - 17h:  
Erik R. Sirri, Directeur de la Régulation  
de marché, SEC.

17h - 17h15: Questions-Réponses

##### • DÉBAT QUELLE RÉGLEMENTATION POUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE DEMAIN ET LEURS PARTICIPANTS ?

17h15 - 18h15:  
Modérateur:  
Hubert Régnier, Secrétaire général adjoint, AMF,  
avec la participation d'Erik R. Sirri,  
Directeur de la Régulation de marché, SEC.

>>> 18h15 - 18h30: Discours de clôture Michel Prada, Président de l'AMF

Tous les renseignements pour assister au colloque peuvent être obtenus auprès du Service de la communication de l'AMF.  
Tél.: 01 53 45 60 24. E-mail: [mf.mabran@amf-france.org](mailto:mf.mabran@amf-france.org)

#### LA LETTRE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

> Directrice de la publication: Charlotte Jodet > Directeur de la rédaction: Fabrice Reyher > Contacts: Service de la communication, Tél.: 01 53 45 60 25. E-mail: [communication@amf-france.org](mailto:communication@amf-france.org), [conception\\_publication@amf-france.org](mailto:conception_publication@amf-france.org), rue de la Rochefoucauld, CE30500, 75421 Paris Cedex 9. Tél.: 01 27 75 65 45 > ISSN: 1179-4625  
> Photos: Communauté européenne 2007, Cyril Dupont > Imprimé en France

La lettre de la régulation financière est une revue d'actualité et non un journal de presse qui a pour objet de réguler les crises. Elle ne se substitue pas à la loi. Elle n'est destinée qu'à l'information et à la culture.

**Vous souhaitez vous abonner à la lettre de la régulation financière ?**

**Rendez-vous sur le site internet de l'AMF : <http://www.amf-france.org>**

**Dans la barre de menu cliquez sur "Abonnements", inscrivez votre adresse email puis sélectionnez dans "Types de documents>Publications>Lettre de la régulation financière". Cliquez sur "Ajouter" puis "valider".**

# Nominations au sein de l'AMF

Paris, le 2 avril 2007

## Nominations à l'Autorité des marchés financiers

### Au sein du Service des prestataires et des produits d'épargne

**Isabelle CARDON** rejoint l'AMF en qualité d'adjoint au chef du Service des prestataires et des produits d'épargne. Elle aura la responsabilité, au sein de la Direction des prestataires, de la gestion et de l'épargne, des équipes en charge des procédures d'agrément et de suivi des OPCVM, des sociétés de gestion et des prestataires de services d'investissement. Isabelle CARDON remplace Pauline LECLERC-GLORIEUX, nommée chef du Service prestataires et des produits d'épargne, le 1<sup>er</sup> août 2006.

Diplômée de l'Ecole des dirigeants et créateurs d'entreprises, Isabelle CARDON a commencé sa carrière en 1987 chez JP Morgan à Paris où elle a occupé successivement des fonctions de responsable de *Middle Office*, d'assistante de gestion et de gérante. En 1999, elle participe à la création de l'agence française de notation de sociétés de gestion AMR (Asset Management Ratings) en tant qu'analyste, agence rachetée en 2001 par FitchRatings. Elle y exerçait jusqu'à ce jour la fonction de directeur au sein de l'équipe *fund & asset manager rating group*.

Pauline LECLERC-GLORIEUX est également secondée par Jean-Yves GERARDIN, adjoint responsable des équipes en charge du suivi administratif et informatique des OPCVM, des sociétés de gestion et des prestataires de services d'investissement. Jean-Yves GERARDIN participe par ailleurs au suivi des sociétés de gestion.

### Au sein de la Direction des émetteurs

**Le Quang TRAN VAN** est nommé adjoint de Benoît de JUVIGNY, secrétaire général adjoint en charge de la Direction des émetteurs de l'AMF, il aura la responsabilité du département coordination et support qui assure notamment l'élaboration de la doctrine de l'AMF sur les opérations et l'information financières, la publication des décisions de visa et le suivi des obligations de publication des sociétés cotées ainsi que le suivi des droits perçus sur les opérations financières.

36 ans, diplômé de l'ESSEC, Le Quang TRAN VAN a commencé sa carrière en 1994 comme auditeur chez Coopers et Lybrand avant de rejoindre en 1997 le Service de l'inspection de la COB. En 2000, il intègre le Service des opérations et de l'information financières de la COB (devenu Direction des émetteurs) comme chargé de mission puis, en 2004, la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'AMF où il a contribué à la transposition des directives Abus de marché, Prospectus et Transparence. Il a, par ailleurs, participé à plusieurs groupes de place consacrés à des problématiques d'information financière.

## L'Autorité des marchés financiers constitue un groupe de travail sur les petites et moyennes valeurs en collaboration avec Middlenext

Paris, le 5 avril 2007

Dès 2003, à l'occasion de la réforme de la cote d'Euronext Paris, l'AMF a participé à une réflexion sur l'application aux valeurs moyennes des évolutions réglementaires résultant des directives européennes. L'année suivante, l'AMF a animé un exercice sur les obligations d'information permanente des sociétés cotées sur un marché organisé (différent d'un marché réglementé), en prévision de la création d'Alternext.

A la suite de la transposition des principales directives du Plan d'action européen pour les services financiers, et afin de mettre en œuvre les engagements pris à l'issue de la consultation publique sur la démarche "Meilleure régulation", l'AMF a décidé, en collaboration étroite avec MiddleNext, de mettre en place un groupe de travail chargé de réfléchir spécifiquement aux adaptations des textes et des procédures envisageables pour les petites et moyennes valeurs, dans le respect des Directives Prospectus et Transparence transposées par le législateur français.

L'objectif de ce groupe sera de construire un cadre cohérent et adapté à la situation de ces entreprises. Il devra, pour ce faire, trouver un équilibre entre l'impératif de la protection de l'épargne et la nécessité de lever les obstacles nuisibles à la compétitivité des petites et moyennes valeurs du fait d'obligations réglementaires disproportionnées par rapport à la taille de leur activité ou à leur organisation. Il s'attachera également à préserver l'égalité de traitement entre les acteurs, tout en prévoyant un choix de solutions qui puissent intégrer la diversité de situations propre à ce marché.

Les travaux de ce groupe se dérouleront en deux étapes :

- la première consistera à étudier les modifications qui pourraient être apportées à droit constant ;
- la seconde étape conduira à réfléchir, avec les acteurs concernés, aux modifications souhaitables dans les textes réglementaires eux-mêmes, au niveau national ou européen.

La présidence de ce groupe de travail est confiée à Yves Mansion, membre du Collège de l'AMF et administrateur - directeur général de la Société Foncière Lyonnaise. Il comprendra des responsables de sociétés cotées sur les compartiments B et C d'Eurolist Paris et sur Alternext, et des différentes associations professionnelles les représentant, des commissaires aux comptes, des avocats et des intermédiaires intervenant pour le compte des petites et moyennes entreprises cotées. Le groupe de travail, dont la composition est présentée en annexe, tiendra sa première réunion au cours du mois d'avril 2007. Il soumettra ses propositions au Collège de l'AMF avant la fin de l'été. Ces propositions seront ensuite soumises à consultation publique dans le courant du second semestre 2007.

## Composition du groupe de travail

### Président

**Yves Mansion** (AMF, Société Foncière Lyonnaise)

### Membres

**Guy Mamou-Mani** (Groupe Open, Président de MiddleNext)

**Caroline Weber** (MiddleNext)

**Marc Bidou** (Maximiles)

**Serge Castillon** (Mazars)

**Emmanuel du Boullay** (Institut Français des Administrateurs)

**Marylène Boyer** (Thermador Groupe)

**Pierre-Arnaud Conchon** (Cotty Vivant Marchisio & Lauzeral)

**Didier Demeestere** (Gilbert Dupont)

**François Duteil** (Duteil Avocat)

**Amaury Eloy** (NewWorks, CroissancePlus)

**Frédéric Fontaine** (Fontaine Avocats)

**Philippe D'hoir** (Fidal)

**Jamal Labed** (CroissancePlus)

**Eric Le Boulch** (CM-CIC Securities)

**Pierre-Franck Moley** (Le Public Système, CroissancePlus)

**Christian Poyau** (Micropole-Univers, CroissancePlus)

**Fabrice Rosset** (Adomos)

**Franck Sebag** (Ernst & Young)

**Michel Sellier** (Deloitte)

**Yasmina Galle / Annie Dupeyron** (Euronext Paris)

**Hubert Reynier** (AMF)

**Benoît de Juvigny** (AMF)

### Rapporteur :

**Maryline Dutreuil Boulignac** (AMF)

# L'Autorité des marchés financiers publie la liste des sociétés françaises n'ayant pas rempli leurs obligations de publication du rapport sur les procédures de contrôle interne et le gouvernement d'entreprise

Paris, le 4 avril 2007

Chargée de s'assurer que les publications prévues par les dispositions législatives ou réglementaires sont effectuées par les sociétés qui font appel public à l'épargne, l'Autorité des marchés financiers procède de façon régulière à la vérification de la publication du rapport sur les procédures de contrôle interne et le gouvernement d'entreprise.

Dans ce contexte, elle peut porter à la connaissance du public tout élément qu'elle estime nécessaire pour la bonne information du marché.

L'Autorité des marchés financiers a ainsi décidé de publier sur son site internet, une liste des sociétés françaises en défaut de publication du rapport sur les procédures de contrôle interne et le gouvernement d'entreprise.

Cette liste constitue, sauf erreur ou omission, un état factuel des absences de publication constatées aux dates légales, l'Autorité des marchés financiers n'examinant pas l'origine ou les motifs des retards constatés.

Liste des sociétés françaises en défaut de publication du rapport sur les procédures de contrôle interne et le gouvernement d'entreprise accompagné du rapport des commissaires aux comptes visé à l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier portant sur l'exercice comptable 2005

AUGROS COSMETICS  
CHAUSSERIA  
COMPAGNIE BTP  
FROMAGERIES PAUL RENARD  
FSDV (Fayenceries de Sarreguemines)  
JEANJEAN  
MEDCOST  
MONDIAL PECHE  
MUSEE GREVIN  
OROSDI-BACK  
SERIBO  
SERMA TECHNOLOGIE  
SPORT ELEC  
UNIVERSAL MULTIMEDIA  
VIKING

# L'Autorité des marchés financiers consulte sur son projet de modification du Livre V (infrastructures de marché) de son règlement général dans le cadre de la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF)

Paris, le 23 mars 2007

Dans le cadre de la transposition de la Directive MIF, l'AMF soumet aujourd'hui à consultation publique son projet de règlement général portant sur le Livre V relatif aux infrastructures de marché.

Les réponses à la consultation doivent être retournées au plus tard le 13 avril 2007 à l'adresse [mif@amf-france.org](mailto:mif@amf-france.org). Le projet de règlement général est téléchargeable sur le site de l'AMF<sup>1</sup>.

Le projet de règlement général est accompagné d'une note de présentation rappelant, outre les principes retenus par le régulateur dans le cadre de cette transposition, les principales modifications proposées.

Cette seconde consultation fait suite à celle intervenue du 17 janvier au 1<sup>er</sup> mars sur le projet de règlement général concernant les prestataires de services d'investissement (Titre I du Livre III). L'AMF procède actuellement à la révision du Livre III pour tenir compte des remarques formulées à l'occasion de la première consultation concernant le Livre III, en vue d'une délibération de son Collège et d'une transmission du règlement général aux fins d'homologation par le ministre chargé de l'Économie courant avril 2007.

<sup>1</sup> Dans la rubrique : " Consultations > Consultations AMF > Projet de règlement général AMF ".

La Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers est éditée et diffusée par **La Documentation française**.

Si vous souhaitez vous abonner ou vous réabonner, nous vous invitons à retourner à La Documentation française le bulletin de réabonnement ci-joint. Il vous est possible de régler par chèque bancaire ou postal à l'ordre de **M. l'Agent comptable de La Documentation française**, par mandat administratif (réservé aux administrations) ou par carte bancaire.

Vous pouvez également vous procurer la Revue mensuelle en vente au numéro.



## La **documentation** Française

### **Pour tous renseignements complémentaires :**

La Documentation française - Service Relations clients  
124 rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex France

### **Une information, un renseignement ?**

Tél : 01 40 15 67 50 de 9h à 18h - Fax : 01 40 15 68 00

### **Où en est ma commande, mon abonnement ?**

Tél : 01 40 15 69 96 (de 9h à 12h30 et de 14h à 16h30)



REVUE MENSUELLE  
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS  
N° 35 AVRIL 2007

DIRECTRICE DE LA PUBLICATION : CHARLOTTE JUDET

Abonnement 11 numéros : 125 euros

Prix au numéro : 14,20 euros

Commission Paritaire N° 0910 B 07520

Dépôt Légal 2<sup>ème</sup> trimestre 2007

ISSN - 1767-848X

Imprimé en France par l'imprimerie EMD SAS

53110 Lassay-les-Châteaux

N° d'imprimeur : 16850



17, Place de la Bourse

75082 Paris Cedex 02

Tél. 01.53.45.60.25

Internet : <http://www.amf-france.org>