

CHRONIQUE

GESTION COLLECTIVE



**FABRICE
BUSSIÈRE**
Direction
juridique
Amundi

Position AMF du 15 octobre 2010 relative à la commercialisation des instruments financiers complexes.

Si la Cour de cassation a élaboré une jurisprudence protectrice des intérêts des porteurs d'OPCVM à formule¹, l'AMF n'est pas restée inactive ces dernières années et a également adopté de nombreuses mesures destinées à encadrer la commercialisation de ces produits d'épargne. On se souvient que, dès 2002, elle lançait une consultation auprès des professionnels de la gestion d'actifs sur cette thématique². Ce mouvement se poursuit comme le rappelle la publication de l'importante position prise par l'autorité de tutelle le 15 octobre 2010 relative à la commercialisation des instruments financiers complexes, par laquelle l'AMF entend à nouveau préciser le régime de ces OPCVM³. Cette position prend son origine dans le constat selon lequel il existe une asymétrie d'information entre l'investisseur non professionnel et le distributeur ou la société de gestion de portefeuille. Ce rapport inégalitaire, inhérent d'ailleurs à toute relation entre un investisseur particulier et un professionnel, prend une connotation particulière s'agissant des instruments financiers complexes, dont « la difficulté d'appréhension de ces produits par une clientèle non professionnelle et le risque de non respect de leurs obligations par les personnes qui les commercialisent » a conduit l'AMF à adopter cette position.

Précisons que cette position a un champ d'application limité aux seuls instruments financiers qualifiés de complexes par l'AMF. S'agissant des OPCVM, seuls les OPCVM à formule tels que mentionnés à l'article R. 214-27 du Code monétaire et financier (CMF), ainsi que les OPCVM structurés de droit étranger équivalents, relèvent de cette nouvelle doctrine. L'approche est différente de celle retenue

par la directive Marchés d'Instruments Financiers (MIF)⁴, selon laquelle les OPCVM complexes sont les OPCVM non-coordonnés au sens de la directive OPCVM de 1985. De la même manière, la Cour de cassation, dans l'affaire « Bénéfic », a estimé que les OPCVM à formule n'étaient pas des produits spéculatifs appelant du distributeur une obligation de mise en garde⁵. Par ailleurs, la position du 15 octobre 2010 ne concerne que les actes de commercialisation, définis comme « la présentation d'un instrument financier par différentes voies (publicité, démarchage, conseil...) par un prestataire de services d'investissement, un conseiller en investissements financiers ou un démarcheur bancaire ou financier en vue d'inciter un client à le souscrire ou l'acheter ». Ne sont donc pas concernées les souscriptions répondant à une demande des clients, et non sollicitées par les professionnels, ainsi que les investissements dans les OPCVM à formule réalisés via un mandat de gestion. Dans ce dernier cas, le mandataire est un prestataire de services d'investissement qui, par nature, n'a pas besoin d'une protection particulière. Enfin, il est important de relever que la position n° 2010-05 a vocation à protéger uniquement les investisseurs non professionnels au sens du CMF (article L. 533-16). Les autres investisseurs (professionnels et contreparties éligibles), numériquement les moins nombreux, ne bénéficient donc pas de ces mesures. La position s'articule autour de deux grands principes.

Dans un premier temps, et après avoir rappelé les principales obligations réglementaires pesant sur la tête du commercialisateur d'OPCVM, l'AMF estime que le vendeur d'OPCVM à formule est soumis à cinq principes : d'une part, selon l'autorité de surveillance, les distributeurs doivent « mettre en place un dispositif permettant de s'assurer que les personnes qui commercialiseront le produit sous leur autorité ou pour leur compte l'auront elles-mêmes parfaitement compris et disposeront des éléments leur permettant de fournir un conseil adapté ou un service approprié aux clients ». Ce premier principe est constant en droit de la gestion d'actifs et vient d'être renforcé notamment par deux mesures remarquées, la première obligeant le gestionnaire et le distributeur à signer une convention écrite, principalement pour permettre à ce dernier de disposer de toutes les informations néces-

1. Cass. com. 19 septembre 2006, Bull. Joly Bourse 2007, § 3, p. 24, M. Storck et I. Riassetto; D. 2007, p. 761, H. Synvet; Banque & Droit n° 110, nov.-déc. 2006, p. 46, F. Bussièrre; V. également Cass. com. 30 oct. 2007, Banque & Droit n° 117, janv.-févr. 2008, p. 48, F. Bussièrre; RTDCom. 2008, p. 145, M. Storck; Cass. com. 23 juin 2009, Bull. Joly Bourse sept.-oct. 2009, § 54, F. Bussièrre; Cass. com. 12 oct. 2010, Bull. Joly Bourse janv. 2011, p. 17, D. Lukacs; Banque & Droit n° 134, nov.-déc. 2010, p. 42, F. Bussièrre.

2. V. Relevé Cob de décisions pour la régulation des fonds à formule, Bull. mensuel Cob déc. 2002, n° 374, pp. 55 et s., disponible sur le site Internet de l'AMF.

3. Position AMF n° 2010-05 du 15 octobre 2010, disponible sur le site Internet de l'AMF; Rev. Droit bancaire et financier n° 6 nov.-déc. 2010, p. 111, I. Riassetto; Revue Banque n° 732, janv. 2011, p. 79, H. de Vauplane.

4. Article 19-6 de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004.

5. Cass. com. 19 sept. 2006, préc.

saires pour assurer la promotion des OPCVM vis-à-vis de ses clients⁶, la seconde concernant le dispositif de certification de certains collaborateurs des prestataires, notamment les vendeurs⁷. D'autre part, les commercialisateurs de fonds à formule doivent « apprécier la structure de coût de l'instrument financier proposé. Ceci suppose qu'ils tiennent compte de leur appréciation des marges des différents intervenants, spécialement lorsque la structuration du produit n'a pas donné lieu à une mise en concurrence des différentes contreparties pour l'application des règles de meilleure exécution ». Ce principe n'est pas totalement nouveau. Il est déjà formulé, dans un cas bien particulier, dans le guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers publié le 21 juin 2010 par l'AMF⁸. En pratique, cette condition pourra être difficile à mettre en œuvre. Par ailleurs, les distributeurs d'OPCVM à formule doivent prendre « en considération, pour l'analyse des caractéristiques du produit, le cadre juridique dans lequel il est structuré et en particulier l'existence de règles destinées à protéger les investisseurs au-delà des règles d'information ». On relèvera que l'AMF ne définit pas précisément la nature de ces règles protectrices des investisseurs. De manière plus classique, l'autorité de tutelle établit un quatrième principe selon lequel le vendeur doit cibler la clientèle à laquelle il entend promouvoir les OPCVM à formule. Enfin, il doit vérifier que l'OPCVM n'a pas pour unique objet de permettre la commercialisation indirecte d'un produit sous-jacent qui ne pourrait pas être proposé directement aux investisseurs non professionnels. Outre ces cinq principes, les communications et supports commerciaux relatifs aux OPCVM à formule doivent comporter une mention définie par l'AMF dans sa position. On se souvient par ailleurs que l'AMF, en vertu des pouvoirs qui lui sont reconnus par l'article L. 214-12 du CMF, exige avant l'agrément d'un OPCVM à formule la communication des supports commerciaux diffusés aux épargnants⁹.

Dans un second temps, l'AMF s'attache à définir des critères d'OPCVM complexes qui présentent « un risque de mauvaise compréhension des risques par le client non professionnel et d'inintelligibilité de l'instrument financier », appelant une « vigilance renforcée » de la part du distributeur. En d'autres termes, certains OPCVM à formule peuvent présenter un risque particulier. Deux risques sont mis en exergue par l'AMF : le risque de mauvaise appréhension des risques par le client et le risque d'inintelligibilité du produit proposé. Le premier risque est généralement lié à une mauvaise présentation écrite ou orale des risques et/ou du profil des risques, au caractère non familier du sous-jacent du produit pour le client non professionnel ou à l'assujettissement du profil gain/perte de l'OPCVM à la réalisation de plusieurs conditions sur différentes classes d'actifs. L'AMF illustre ces risques par des exemples concrets. Le second risque lié à l'inintelligibilité de l'OPCVM à formule peut se traduire,

selon l'autorité de tutelle, par le nombre de mécanismes compris dans la formule de calcul du gain ou de la perte de l'OPCVM. Dès lors que l'OPCVM répond à l'un de ces critères et qu'il n'est pas assorti d'une protection du capital d'au moins 90 % du capital investi, l'AMF estime alors que l'OPCVM présente « un risque de commercialisation inadaptée tel qu'il sera particulièrement difficile de respecter les obligations législatives et réglementaires applicables en matière de commercialisation ». Deux conséquences sont alors attachées à ces produits. D'une part, leurs documents commerciaux doivent inclure des mentions définies par la position de l'AMF particulièrement strictes. En effet, la brochure commerciale doit, en caractères très apparents, indiquer que « l'AMF considère que ce produit est trop complexe pour être commercialisé auprès des investisseurs non professionnels et n'a dès lors pas examiné les documents commerciaux ». D'autre part, l'AMF estime pour les OPCVM dont le montant initial de souscription est inférieur à 50 000 euros ou, si un tel montant est atteint mais que l'investissement n'intervient pas à titre de diversification du portefeuille, qu'il sera particulièrement difficile pour le prestataire d'informer correctement son client. L'obligation de diversification de portefeuille « doit être appréciée en fonction de l'épargne totale investie en instruments financiers » et « ne doit pas conduire à une trop forte concentration du patrimoine financier du client sur ces instruments » selon l'AMF. Elle sera difficile à mettre en œuvre, notamment pour les clients multi-bancarisés, pour lesquels il est difficile d'évaluer le montant global du patrimoine. Ces obligations restreignent très sensiblement la vente de ces produits d'épargne auprès d'une clientèle non professionnelle. Il faut se souvenir que cette restriction du régime de commercialisation des produits complexes était déjà en germe dans le rapport présidé par M. Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers de novembre 2005¹⁰.

La position du 15 octobre 2010 suscite à ce stade deux remarques. D'une part, elle mérite encore d'être affinée. On songe notamment aux critères techniques définissant les OPCVM appelant une vigilance renforcée de la part du distributeur (par ex. décompte des mécanismes compris dans la formule de l'OPCVM). D'autre part, il convient de déterminer la portée réelle de cette position, qui fait partie intégrante de la doctrine AMF. Cette tâche est d'autant plus délicate que l'ACP a adopté, le même jour, une Recommandation sur le même sujet pour les produits relevant de sa compétence¹¹. Car, même si elle n'est pas juridiquement contraignante¹², la position AMF définit des critères d'appréciation de la responsabilité des acteurs participant à la distribution des OPCVM mentionnés dans cette position. ■

6. Voir article L. 533-13-1 du CMF, Banque & Droit n° 130, mars-avr. 2010, p. 57, F. Bussièrre.

7. V. articles 313-7-1 et s. du Règlement général AMF.

8. Disponible sur le site Internet de l'AMF.

9. V. Communiqué de presse AMF du 24 mai 2005 relatif aux rappels sur les conditions d'information des souscripteurs des fonds à formule et des fonds mettant en œuvre une gestion structurée, disponible sur le site Internet de l'AMF.

10. Rapport disponible sur le site Internet AMF ; Banque & Droit n° 105, janv.-février 2006, p. 43, F. Bussièrre.

11. Recommandation 2010 R 01 ACP portant sur la commercialisation des contrats d'assurance sur la vie en unités de comptes constituées d'instruments financiers complexes, prise conformément au 3° du II de l'article L. 621-1 du CMF.

12. I. Riassetto, Rev. droit banc. et fin., préc.