

Chronique de *Gestion* *Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
Direction
des affaires juridiques
**Société Générale
Asset Management**

Rapport Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers

Une actualité récente mettant en exergue les risques d'une commercialisation abusive ou inadaptée de produits financiers complexes a conduit le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à confier à M. Delmas-Marsalet, membre du collège de l'AMF, une mission sur les moyens de prévenir les risques de commercialisation abusive¹ et, plus généralement, sur l'organisation de la commercialisation des produits financiers en France auprès d'investisseurs particuliers². Cette préoccupation anime le droit financier depuis de nombreuses années, mais elle présente aujourd'hui une acuité toute particulière avec la vente d'instruments financiers recourant aux dernières techniques issues de la finance moderne. L'éclatement de la bulle Internet a également favorisé l'émergence de nouveaux produits sophistiqués. Le groupe de travail, présidé par M. Delmas-Marsalet, a rendu public son rapport le 21 novembre 2005³. Ce dernier se compose de trois parties : les raisons pour améliorer la commercialisation des produits financiers en France, les recommandations formulées dans le rapport et la mise en œuvre de ces recommandations. Les OPCVM font l'objet de larges développements⁴. Il convient de reprendre les principales propositions du rapport Delmas-Marsalet touchant la gestion collective d'actifs.

Tout d'abord, le rapport s'attache à ce que l'investisseur dispose d'une information claire et utile pour prendre sa décision d'investissement en toute connaissance de

cause. La proposition formulée par le rapport n'est pas nouvelle ; les dernières réformes touchant le droit financier⁵, et notamment la gestion collective⁶, ont également poursuivi cet objectif. Pour cela, le rapport Delmas-Marsalet préconise que cette information repose principalement sur six éléments clés nécessaires à toute prise de décision d'investissement : la nature du produit (OPCVM actions, obligations, etc.) ; l'existence ou non d'une garantie du capital investi ; la durée minimale de placement recommandée ; les chances de gain et risques de perte sur cette durée ; le profil type de l'investisseur et les frais (incidences sur le rendement). Cette préconisation, dans son principe, est souhaitable. On sait que trop d'information tue l'information et, à bien des égards, une information synthétique sur le fonctionnement des OPCVM est préférable à une information trop technique. Reste en pratique à mettre en place ces six éléments clés. On songe notamment aux chances de gains et risques de pertes. Comment fournir cette information sans recourir aux performances reconstituées, pratique exclue à ce jour par l'AMF⁷ ? En outre, s'agissant de l'information relative aux frais, le rapport Delmas-Marsalet préconise d'en déterminer leur incidence sur le rendement ou la performance de l'OPCVM. En pratique, cette information sera bien souvent difficile à fournir.

Ces informations, à suivre le rapport, pourraient figurer dans le prospectus simplifié sous format libre, introduit en juin 2005⁸. On se souvient que ce nouveau type de prospectus, séduisant dans son principe, reste néanmoins délicat à mettre en place⁹. Retenir en conséquence un tel support d'information supposerait de le généraliser à tous les OPCVM, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui¹⁰.

1. V. la lettre de mission du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Th. Breton en date du 6 avril 2005.

2. L'étude se cantonne aux seuls investisseurs particuliers. Même si cette dernière notion n'est pas définie juridiquement, on s'accorde à reconnaître qu'elle vise généralement les personnes physiques, à l'exclusion des personnes morales (en ce sens : G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, V° Particulier, 6^e édition, PUF, 2004). La distinction retenue par le ministre nous semble opportune, tant les besoins en termes d'information diffèrent selon le statut de l'investisseur. Elle est outre conforme aux dernières réformes touchant la gestion d'actifs pour le compte de tiers, qui réservent, sauf exceptions limitatives, les OPCVM les plus risqués ou complexes aux seuls investisseurs personnes morales (ex. OPCVM contractuel).

3. Rapport disponible sur le site de l'AMF : www.amf-france.org

4. Sont notamment concernés les OPCVM à formule qui, selon le rapport (point 1-2-1), "*font appel à des indexations sur des paniers d'indices ou des valeurs à géométrie variable dans le temps, et de plus en plus ésotériques et donc de moins en moins compréhensibles par l'investisseur moyen, voire même par les vendeurs*". Sur le fonctionnement de ces OPCVM, V. la

consultation publique lancée par la Cob en septembre 2002 sur la régulation des OPCVM à formule, disponible sur le site Internet de l'AMF.

5. Sur ce sujet, V. dernièrement : F. Drummond, "L'information exigée, L'information des actionnaires et des investisseurs", *Rev. Jurisp. Com.* Hors série 2005, Colloque de Deauville "entreprise : information et rumeur", p. 15.

6. En la matière, l'information est fournie par le prospectus complet de l'OPCVM, tel qu'introduit en droit français par la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière : F. Bussière et S. Puel, "La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité", *Bull. Joly Bourse* septembre-octobre 2003, §74, p. 555.

7. Article 322-66 du règlement général AMF.

8. Modification de l'instruction AMF n° 2005-02 (nouvel article 9-1).

9. Banque & Droit n° 102, juillet-août 2005, p. 51, F. Bussière.

10. Le prospectus sous format libre a en effet vocation à s'appliquer aux seuls OPCVM mettant en œuvre une stratégie "simple" ; V. Banque & Droit n° 102, juillet-août 2002, préc.

Autre proposition formulée par le rapport, plus critiquable, consiste à restreindre la commercialisation de produits risqués ou complexes à des investisseurs qualifiés. S'agissant des fonds de fonds, ces produits seraient limités à hauteur de 10 % de l'actif. Le rapport s'appuie sur l'article 44 de la directive OPCVM qui reconnaît à chaque État membre le droit d'imposer ses propres règles de commercialisation aux OPCVM coordonnés commercialisés sur son territoire. Cette réserve serait justifiée, selon le rapport, par un motif d'intérêt général de protection des consommateurs non avertis. En l'état, cette proposition soulève deux difficultés majeures. La première consiste à définir les produits risqués et/ou particulièrement complexes. Le rapport propose des éléments de définition de ces produits, tels que "la combinaison d'au moins deux instruments financiers, dont le risque est supérieur à celui de chacun des composants pris individuellement [...], l'existence d'un effet de levier, l'existence de risques significatifs autres que les risques de marché [...] et l'absence de transparence sur le produit". Pour autant, ces critères demeurent flous. On songe toutefois aux titres de créances indexés sur d'autres instruments financiers et admis à la négociation sur un marché réglementé¹¹ ou à des OPCVM mettant en place une gestion dite "structurée"¹². Seraient a priori exclus du domaine des produits complexes ou risqués les seuls OPCVM investis en actions ou en titres de créance. Outre cette absence de définition précise, le rapport opère, à tort selon nous, une assimilation entre produit complexe et produit risqué. Ainsi, un OPCVM garanti est, par définition, un produit complexe reposant très souvent sur des instruments financiers à terme. Il n'est pas pour autant risqué pour l'investisseur qui bénéficie, par définition, d'une garantie en capital. L'assimilation faite par le rapport est donc trop rapide. Par ailleurs, comment limiter l'investissement dans ces produits à hauteur de 10 % de l'actif des OPCVM sans prendre en compte le fait que la société de gestion en charge de la gestion desdits OPCVM est un investisseur qualifié¹³, disposant, par définition, des compétences techniques et humaines de telle sorte qu'une telle limite d'investissement se comprend mal. La seconde difficulté soulevée par cette proposition est sa délicate conciliation avec le droit communautaire. Suivre cette recommandation reviendrait à remettre en cause le principe même de coordination des OPCVM. Ainsi, un OPCVM respectant à la lettre les règles d'investissement ainsi que celles relatives touchant l'utilisation des produits dérivés, telles que définies par la Directive OPCVM¹⁴, ne serait pas certain d'être librement commercialisable en France¹⁵. On relèvera enfin que cette proposition consistant à restreindre la commercialisation de tels OPCVM s'inscrit à contre-courant des

réflexions actuelles de la Commission européenne, telles que formulées dans son livre vert de juillet 2005¹⁶.

Le deuxième axe de réflexion du rapport touchant la gestion collective concerne la fourniture d'un conseil adapté au porteur ou actionnaire des OPCVM. À cet effet, le rapport présume que tout ordre sur un instrument financier, et notamment un ordre de souscription/rachat d'un OPCVM, passé dans une agence bancaire doit être considéré comme une vente conseillée. La responsabilité de l'intermédiaire à l'égard de son client s'en trouve naturellement renforcée, celui-ci devant rechercher un "produit adapté à ses besoins, à son profil de risque et son horizon de placement" (rapport). Cette présomption posée par le rapport nous semble infondée et inexacte. Nombreux sont les investisseurs qui passent un ordre de souscription/rachat dans une agence bancaire sans pour autant exiger un conseil sur cette décision d'investissement. C'est l'épargnant qui investit ses liquidités dans un OPCVM monétaire, pour lequel il n'a pas besoin d'un conseil particulier. L'information est un droit pour le client, mais le conseil doit demeurer un service complémentaire exigé par celui-ci. Outre le fait que cette présomption ne correspond pas à la pratique, elle n'est en outre pas conforme à la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers¹⁷. En effet, son article 19 (6) autorise le prestataire de service d'investissement à être délié de tout devoir de conseil lorsqu'il fournit le service de réception/transmission d'ordre sur instrument financier (notion d'*execution only*), et ce, dans certaines situations, notamment lorsque "le service est fourni à l'initiative du client ou du client potentiel". Que l'ordre soit passé en agence ou non ne modifie en aucune manière la situation du distributeur au regard de son obligation de conseil.

Le rapport s'attache également à préserver l'objectivité et l'impartialité du conseil. À cet effet, les sociétés de gestion seraient tenues de déclarer à l'AMF chaque année les taux de rétrocession pratiqués l'année précédente auprès de leurs distributeurs indépendants. La crainte exprimée à travers cette proposition est en effet de constater un surcommissionnement d'un distributeur par une société de gestion afin de promouvoir en priorité ses produits, et ce, au détriment des intérêts des investisseurs. Cette proposition, si elle était appliquée, permettrait à l'AMF de contrôler ces taux et, en cas d'écarts insuffisamment justifiés, d'exiger l'arrêt de telles rétrocessions voire de prononcer des sanctions. Elle soulève toutefois une question plus générale tenant à la légitimité de l'AMF pour apprécier un taux de rétrocession, élément purement commercial qui doit être du seul ressort du producteur¹⁸.

Enfin, le rapport entend mieux cerner la responsabi-

11. V. les récents principes généraux de l'AMF concernant les communications à caractère promotionnel relatives aux opérations d'appel public à l'épargne sur des instruments financiers indexés ou ayant une composante optionnelle, 27 décembre 2005, disponible sur le site Internet de l'AMF.

12. Du type OPCVM à formule.

13. Décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998.

14. V. E. Courant et F. Bussière, "La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 (II^e partie)", Banque & Droit mai-juin 2003, p. 14.

15. La crainte vaut également pour les instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, bénéficiant du passeport européen via la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de

l'admission de valeurs mobilières à la négociation, dire directive Prospectus, qui pourraient, si cette proposition était appliquée, ne plus être librement commercialisables sur le territoire français. Le rapport Delmas-Marsalet estime en effet que "l'Union européenne ne devrait pas admettre de telles cotations de convenance, non accompagnées de la création d'un véritable marché du produit et dont l'unique finalité est de contourner la réglementation d'autres États membres".

16. Banque & Droit n° 104, novembre-décembre 2005, p. 66.

17. P. de Lauzun, "La nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers, Quelle portée pour les intermédiaires de marché", Euredia 2004/02, p. 223.

18. Sur cette problématique, V. Banque & Droit n° 104, novembre-décembre 2005, p. 66.

lité des acteurs, notamment celle du producteur et du distributeur. Cette question est fondamentale dans une économie où l'architecture ouverte d'OPCVM se développe rapidement¹⁹. En effet, les distributeurs n'appartiennent plus nécessairement au même groupe de sociétés dont est issue la société de gestion. Autant, la responsabilité au sein d'une distribution intégrée est plus facilement déterminée (en pratique, le distributeur impose un "cahier des charges" que la société de gestion doit respecter), autant dans une distribution ouverte d'OPCVM, il convient de déterminer très précisément les tâches imputables à chacun des protagonistes²⁰, notamment celui en charge de l'élaboration des documents marketing. On sait en effet que ces derniers documents sont déterminants dans la prise de décision de l'investisseur²¹. Le rapport rappelle, à juste titre, que la société de gestion est responsable de la conception du produit, le distributeur assumant la transmission de l'information et la fourniture du conseil. Les conventions de distribution peuvent contractuellement

Rapport Mansion pour l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France - Prêt-emprunt de titres - Rapatriement des titres prêtés par les gestionnaires.

L'exercice du droit de vote par les gestionnaires a été consacré par la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière²². L'année 2005 a été la première année où les sociétés de gestion ont dû rendre compte de l'exercice de ce droit dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF²³. Cette nouvelle contrainte pesant sur les gestionnaires d'OPCVM a notamment conduit l'AMF à constituer un groupe de travail, présidé par Yves Mansion, membre de son collège, en vue de réaliser une étude sur l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France. Publié en septembre 2005, le rapport émet une série de recommandations. L'une d'elles concerne tout particulièrement les gestionnaires d'OPCVM. Elle tend à encadrer la politique des prêts-emprunts de titres en période d'assemblée générale. En effet, les gestionnaires sont structurellement prêteurs de titres sur les marchés financiers, moyennant une rémunération fixée lors du prêt. Ces opérations se réalisent très souvent lors de la période de détachement des dividendes, qui a lieu en pratique après la tenue des assemblées générales.

Ces prêts reviennent à limiter la portée de l'obligation de voter pesant sur la tête des gestionnaires. C'est la raison pour laquelle, suivant des pratiques internationales, le rap-

aménager cette répartition. À défaut de tels accords, il n'est pas envisageable, comme le fait pourtant le rapport, d'étendre la responsabilité du producteur au contrôle de la conformité des documents commerciaux remis par le distributeur et à la mise à disposition de celui-ci de tous les moyens de formation nécessaires à la bonne commercialisation du produit. Ces missions relèvent par essence du seul distributeur.

Les recommandations formulées par le rapport Delmas-Marsalet doivent encore faire l'objet d'une consultation publique. À l'issue de celle-ci, si ces propositions sont retenues, le rapport suggère qu'elles figurent dans des codes de conduite professionnels approuvés ou reconnus par les autorités publiques. Cette méthode nous semble opportune. Elle permet aux professionnels de s'approprier et d'adhérer davantage aux règles. Reste le délai d'un an prévu par le rapport pour mettre en place ces recommandations. Compte tenu des difficultés soulevées par de nombreuses propositions, ce délai peut paraître bien ambitieux.

port Mansion préconise que les gestionnaires rapatrient les titres prêtés lorsqu'une assemblée générale se tient, de telle sorte que ceux-ci puissent exercer leurs droits de vote. Ce rapatriement, s'il était appliqué, soulèverait en l'état trois questions. Tout d'abord, quelle serait sa légitimité? Par définition, les prêts de titres permettent aux OPCVM, et donc aux investisseurs, de bénéficier d'une rémunération²⁴. Or, on sait que les sociétés de gestions doivent agir dans l'intérêt exclusif de leurs porteurs ou actionnaires, c'est-à-dire, dans une conception classique de la notion, de faire fructifier l'investissement de leur clients²⁵. L'intérêt des porteurs, à suivre la recommandation de ce rapport, supposerait de prendre en compte d'autres intérêts que celui immédiat des investisseurs²⁶, privant de la sorte ces derniers de la rémunération tirée de l'activité prêt-emprunt²⁷? Ce point n'est pas tranché clairement pas le rapport. Par ailleurs, en pratique, les contrats cadre gouvernant les cessions temporaires de titres permettent déjà au gestionnaire de rapatrier les titres²⁸. En vertu de ces conventions, il revient donc au seul gestionnaire d'exiger ou non le rapatriement des titres prêtés. Le règlement général de l'AMF (article 322-75) oblige d'ailleurs la société de gestion à préciser, dans son document de vote, les principes auxquels elle entend se référer pour déterminer les cas dans lesquels elle exerce le droit de vote, notamment en cas de cession temporaire de titres. Enfin, si une telle mesure était retenue, elle devrait être appliquée à l'ensemble des OPCVM européens. À défaut, les gérants français se trouveraient rapidement dans une situation concurrentielle délicate, ne pouvant tirer parti des activités de prêt/emprunt. ■

19. V. Banque Magazine, Supplément au n° 639 du 10/09/02 : "Distribution d'OPCVM : vers une architecture ouverte" ; P. Monteillard, "Favoriser la distribution des OPCVM en France et en Europe", Banque Stratégie n° 224, mars 2005, p. 4.

20. V. Décision de sanction n° 6/02 prononcée par le Conseil de discipline de la gestion financière du 24 octobre 2003, Bull. mensuel Cob octobre 2003, n° 383, p. 119; Banque & Droit n° 94, mars-avril 2004, p. 43, F. Bussière.

21. CA Paris 14 septembre 1999, Banque & Droit n° 76, mars-avril 2001, p. 38.

22. R. Kaddouch, "L'obligation de vote du gérant d'OPCVM dans la loi de sécurité financière", D. 2004, p. 796.

23. Articles 322-75 et s.

24. C. Karyotis, "Les repo, indispensables pour les marchés de capi-

taux", Banque magazine n° 650, septembre 2003, p. 54; P. Gissinger, H. Ekué, H. Blanc-Jouvan, *Les cessions temporaires de titres*, Revue Banque Éditions, "Les essentiels de la banque", 2001.

25. F. Bussière, "De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers", *Mélanges en l'honneur de D. Schmidt*, Joly Éditions 2005, p. 109.

26. F. Bussière, "De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers", préc.

27. Un rapatriement systématique des titres prêtés par les gestionnaires diminuerait d'autant la liquidité de ce marché en période d'assemblée générale et nuirait également aux contreparties des marchés, recourant aux emprunts de titres pour leurs besoins de structuration et/ou de couverture.

28. Contrats AFTI ou GMSLA (sur ces contrats, V. F. Auckenthaler, *Droit des marchés financiers*, LGDJ Droit des affaires, 2004, n° 373).