

LA DIRECTIVE MIF ET LA GESTION D'ACTIFS



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

  compter du 1^{er} novembre 2007, la réforme de la directive sur les services d'investissement (DSI), consacrée par la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) et ses textes d'application, entrera en vigueur¹.

Les textes de transposition en droit français à l'instar de l'ordonnance du 12 avril 2007² et des décrets d'application du 15 mai 2007³ portant modification des parties législatives et réglementaires du Code monétaire et financier (le CMF modifié) ont d'ores et déjà été publiés. Les livres III et V du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont également été modifiés (ensemble le NRG)⁴.



BRICE HENRY
Counsel
Avocat
  la Cour
Allen & Overy
LLP

La réglementation de la gestion d'actifs se trouve pleinement affectée par la directive MIF compte tenu, d'une part, du modèle français postulant pour un statut unique de société de gestion de portefeuille (I) et, d'autre part, de l'intégration des activités de distribution d'OPCVM dans le champ des services d'investissements (II).

1. Directive du Parlement européen et du Conseil n 2004-39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers et sa directive d'application de la Commission européenne n 2006-73 du 10 août 2006, sans oublier le Règlement de la Commission européenne n 1287-2006 du 10 août 2006; V. AMF, « La directive sur les marchés d'instruments : enjeux et conséquences pour la régulation française », mai 2006 (disponible sur le site Internet de l'AMF).
2. Ordonnance n 2007-544 du 12 avril 2007, publiée au JO du 13 avril 2007.
3. Décrets n 2007-901 et 2007-904 du 15 mai 2007, publiés au JO du 16 mai 2007.
4. Arrêtés du 15 mai 2007, du 19 juillet 2007 et du 11 septembre 2007 homologuant les modifications du règlement général de l'AMF; V. F. Buisson, « La transposition de la directive européenne Marchés d'instruments financiers (MIF) en droit français », RTDF n 2-2007, p. 6; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars, J.-P. Bornet, Banque & Droit n 114, juillet-août 2007, p. 34.

■ I. L'HARMONISATION INDUITE PAR LE STATUT UNIQUE DES SOCIÉTÉS DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Même si la directive MIF n'a pas vocation à régler spécifiquement les OPCVM ni leur société de gestion et dépositaire, du fait de la méthode de transposition retenue par la France de ladite directive (1), elle impacte très fortement le statut de société de gestion de portefeuille, notamment son organisation en vue de prévenir les conflits d'intérêts (2), renforce les moyens pour exécuter au mieux les ordres de ses clients sur les marchés financiers (3), encadre davantage le recours à des partenaires extérieurs (4), et, enfin, réforme le régime applicable au mandat de gestion (5).

1. LE MODÈLE FRANÇAIS DE TRANSPOSITION

Le choix du modèle de transposition de la directive MIF est essentiel. Selon la méthode retenue, l'industrie de la gestion d'actifs sera plus ou moins impactée. Il convient en effet de déterminer avec soin quelles sont les sociétés de gestion qui relèvent de son champ d'application (a). La particularité de l'épargne salariale mérite également un examen particulier (b).   titre liminaire, on relèvera que, les parts ou actions d'OPCVM étant qualifiés expressément d'instruments financiers par la directive MIF (annexe I, section C), tout service d'investissement portant sur ces instruments relève des dispositions de la directive MIF. C'est à ce titre que la directive MIF modifie profondément le régime de la distribution d'OPCVM en France (V. Infra).

a. Les sociétés de gestion concernées par la directive MIF

La détermination du champ d'application de la directive MIF à la gestion d'actifs pour le compte de tiers est déli-

cate. L'article 2-1-h de la directive MIF exclut expressément de son champ d'application les OPC et les fonds de retraite, qu'ils soient coordonnés ou non au niveau communautaire, ainsi que leur dépositaire et gestionnaire. Cette exclusion de la gestion collective (OPCVM) est donc clairement affirmée. En revanche, la gestion individuelle de portefeuille via un mandat de gestion demeure, en tant que service d'investissement, régie par la directive MIF (annexe I, section A).

Or, cette activité relève également de la directive OPCVM n° 85-611 du 20 décembre 1985 (article 5-3, la directive OPCVM). On se souvient que, suite à la réforme de la directive OPCVM en 2002⁵, et par souci de simplification et d'uniformisation du statut de la société de gestion en France, le législateur avait retenu avec la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière un seul et unique statut de la société de gestion, que le gestionnaire exerce une activité de gestion collective (OPCVM coordonnés ou non) ou de gestion individuelle sous mandat⁶. Le nouvel article L. 532-9 CMF modifié consacre d'ailleurs cette unité du statut en disposant que « les sociétés de gestion de portefeuille sont des entreprises d'investissement qui fournissent, à titre principal, le service d'investissement mentionné au 4 de l'article L. 321-1, ou qui gèrent un ou plusieurs organismes de placement collectifs mentionnés au 1 et 5 de I de l'article L. 214-1 ». En revanche, au regard du droit communautaire, les gestionnaires français doivent toujours se déclarer comme relevant de la directive OPCVM (sociétés de gestion de type I) ou de la directive MIF (société de gestion de type II). Seuls les premiers peuvent gérer des OPCVM coordonnés. Les seconds ne bénéficient pas du passeport européen mais peuvent en revanche exercer des activités plus étendues (ex. activité de réception/transmission d'ordres⁷).

La transposition en droit français de la directive MIF soulève à nouveau la question de l'application de ses dispositions à l'ensemble des sociétés de gestion de portefeuille françaises (type I ou II). Une première méthode consiste à appliquer strictement les termes de la directive MIF : ne seraient concernés que les gestionnaires de type II exerçant l'activité de gestion de mandat de portefeuille. S'agissant des sociétés de gestion de type I, seuls les articles 2 (§2), 12, 13 et 19 seraient applicables (article 66 de la directive MIF). Une telle lecture a le mérite de respecter à la lettre les dispositions de la directive. En revanche, elle revient à cantonner l'application (totale ou partielle) des dispositions nouvelles à la seule activité de gestion individuelle. Or, en pratique, cette solution serait délicate à mettre en place au sein des sociétés de gestion. On imagine mal en effet une société de gestion adopter, par exemple, des contraintes organisationnelles distinctes selon que sa gestion de portefeuille prenne la forme d'un OPCVM ou un mandat de gestion. La seconde

méthode de transposition consiste à appliquer l'ensemble des dispositions aux gestionnaires de type I ou II. C'est la méthode retenue en France. Cela signifie que toutes les exigences organisationnelles de la directive MIF s'appliquent aux sociétés de gestion. La méthode est simple et, surtout, permet de conserver un statut unique pour la société de gestion française. L'inconvénient de cette méthode est naturellement de soumettre les gestionnaires ne fournissant pas le service de gestion individuelle à la directive MIF. Par définition, ceux-ci devaient échapper à ce texte. Elle est, en outre, contraire au principe de transposition fidèle de la directive MIF, qui est rappelé expressément à l'article 4 de la directive d'application. Enfin, cette position peut placer à terme les professionnels français en position concurrentielle défavorable si les autres États membres ne retiennent pas un principe similaire (par exemple, ce qui semble être l'option retenue par le Luxembourg). Or, ce choix politique est lourd de conséquences du fait des exigences organisationnelles nouvelles imposées par la directive MIF, notamment dans son article 13 (V. Infra).

b. Cas de l'épargne salariale.

Il convient également de mentionner le sort des produits d'épargne salariale au regard de la directive MIF. Cette dernière exclut expressément les fonds de retraite de son domaine d'application (V. ci-dessus). Le Code monétaire et financier (article L. 531-2-e) dispose également que « peuvent fournir des services d'investissement dans les limites des dispositions législatives qui, le cas échéant, les régissent, sans être soumis à la procédure d'agrément prévue à l'article L. 532-1, [...] les entreprises dont les activités de services d'investissement se limitent à la gestion d'un système d'épargne salariale ». Cette dérogation à l'obligation d'agrément confirmerait l'exclusion de cette activité du champ de la directive MIF. Reste à déterminer l'étendue de cette dérogation. En effet, les demandes de rachat de parts d'un fonds commun de placement d'entreprise transitent nécessairement par un teneur de registre, à charge pour lui, après avoir préalablement vérifié le bien fondé de ces demandes, de les transmettre au teneur de compte conservateur. À son tour, ce dernier transmet ledit ordre à l'OPCVM. Cela signifie que le teneur de comptes ne reçoit pas stricto sensu des ordres des clients, mais noue uniquement une relation avec le teneur de registre. Est-ce que cette interposition du teneur de registre entre le client et l'établissement de crédit est de nature à exclure ce dernier du champ d'application de la directive MIF ? En d'autres termes, le teneur de compte – conservateur fournit-il un service de réception/transmission d'ordres ? Ce point devra être clarifié rapidement.

2. GESTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

Une des caractéristiques majeures de la directive MIF est de déterminer de nouvelles exigences organisationnelles applicables au gestionnaire de portefeuille. Il revient à ce dernier de s'approprier ces contraintes et de les mettre en œuvre au sein de son établissement, et ce, au regard de son activité. En supprimant notamment des interdic-

5. F. Bussière et E. Courant, « La réforme de la directive OPCVM 85/611/CEE du 20 décembre 1985 », Banque & Droit n°86, novembre-décembre 2002, p. 6.

6. La loi du 1^{er} août 2003 a en effet supprimé les sociétés de gestion à objet exclusif pour consacrer la société de gestion de portefeuille ; V. L. Dumoulin, « Les OPCVM dans la loi de sécurité financière », Droit et Patrimoine n°121, décembre 2003, p. 81 ; 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. V. article 312-8 du NRG.

tions existantes⁸, la directive MIF entend responsabiliser davantage le professionnel de la gestion dans le choix de son organisation. Certes, la réglementation française avait déjà prévu un dispositif de prévention de conflits d'intérêts⁹. Mais, la directive MIF va bien au-delà, en instaurant notamment un régime au champ d'application plus large et, surtout, une formalisation accrue des procédures de prévention des conflits d'intérêts.

a. Le principe

La directive MIF exige du prestataire qu'il maintienne et applique « des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toutes les mesures raisonnables destinées à empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de ses clients » (article 13-3). Ces conflits sont, aux termes de la directive MIF, principalement de deux sortes (article 18 de la directive MIF ; article 313-18 du NRG) : le premier conflit est celui existant entre le prestataire et son client et le second est le conflit entre deux clients du même prestataire. Par prestataire, outre la société de gestion, il faut également comprendre toute personne travaillant pour son compte¹⁰. Il est important de souligner que tout client, quel que soit son statut (non professionnel/professionnel/contrepartie éligible) bénéficie de cette protection dès lors qu'il lui est offert un service de gestion individuelle ou collective. De même, un OPCVM, dans ses relations avec les intermédiaires de marché, est également considéré comme un client. La prévention des conflits d'intérêts se décline en trois actions selon la directive MIF.

b. La détection des conflits d'intérêts

La première action consiste à identifier les conflits au sein du gestionnaire. Pour cela, il doit « prendre toute mesure raisonnable » (article 313-18 du NRG)¹¹. Le gestionnaire doit notamment prendre en considération, comme critères minimaux, la possibilité que l'entreprise d'investissement ou une personne directement ou indirectement liée à elle puisse se trouver dans une des situations suivantes (article 21 de la directive MIF ; article 313-19 du NRG) :

- réaliser un gain financier ou éviter une perte aux dépens du client ;
- avoir un intérêt divergent à celui du client dans le résultat du service fourni à celui-ci ;
- privilégier les intérêts d'un autre client à ceux du client à qui le service est fourni par le prestataire ;
- exercer la même activité professionnelle que le client ; ou
- recevoir d'une personne, autre que le client, un avantage en relation avec le service fourni au client autre que la commission ou les frais normalement facturés pour le client.

Dans cette mission d'identification des conflits d'intérêts, le gestionnaire devra être également vigilant à son mode de rémunération (ex. *soft commissions*)¹², aux fonctions confiées à un gérant (ex. compatibilité de la gestion d'OPCVM avec la gestion des fonds propres de la société de gestion) ainsi que le mécanisme de rémunération de ce dernier¹³. Seuls les conflits réels semblent devoir être identifiés (considérant 24 directive MIF). Ce travail d'identification n'a pas à être formalisé.

c. Prévention des conflits

Une fois identifiés, le gestionnaire doit adopter une organisation de nature à empêcher ou prévenir ces conflits d'intérêts. À cet effet, le gestionnaire doit mettre en place une politique de gestion des conflits d'intérêts. Cette politique poursuit un double objectif : identifier d'une part « les situations qui donnent ou sont susceptibles de donner lieu à des conflits d'intérêts comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un ou de plusieurs clients » et définir, d'autre part, « les procédures à suivre et les mesures à prendre en vue de gérer ces conflits » (article 22-2 de la directive d'application). La procédure adoptée en vue de gérer les conflits d'intérêts doit, aux termes de l'article 313-21-2 du NRG, prévoir :

- des procédures efficaces pour interdire ou contrôler les échanges d'informations entre les personnes exerçant des activités comportant un risque de conflit d'intérêts lorsque cet échange d'informations peut léser les intérêts d'un ou plusieurs clients ;
- une surveillance séparée des personnes dont les principales fonctions consistent à exercer des activités pour le compte de certains clients et lorsque les intérêts de ces clients peuvent entrer en conflit ;
- la suppression de tout lien direct entre la rémunération des personnes exerçant une activité particulière et la rémunération d'autres personnes exerçant une autre activité lorsqu'un conflit d'intérêts est susceptible de se produire en relation avec ces activités ;
- des mesures visant à interdire ou limiter l'exercice par toute personne d'une influence inappropriée sur la façon dont une personne concernée exerce ses activités ;
- des mesures visant à interdire ou contrôler la participation simultanée ou consécutive d'une personne concernée à plusieurs services d'investissement lorsqu'une telle participation est susceptible de nuire à la gestion adéquate des conflits d'intérêts ; et
- des mesures permettant de s'assurer qu'un gérant ne peut fournir à une société de gestion pour laquelle il travaille des prestations de conseil rémunérées à des sociétés dont les titres sont détenus dans les OPCVM gérés ou dont l'acquisition est projetée.

Comme le rappelle le NRG (article 313-21-2), la politique peut prévoir des mesures ou des procédures autres que celle énumérées ci-dessus en vue de gérer un conflit

8. Par exemple, les opérations entre portefeuilles gérés par une même société de gestion.

9. V. déjà le règlement COB n°06-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. V. également le règlement de déontologie de l'Association française de la gestion (AFG).

10. Selon l'article 313-2 du NRG, sont concernés les gérants, les membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou du directoire, le directeur général ou le directeur général délégué, tout autre mandataire social, tout salarié ou agent lié (au sens de l'article L. 545-1 du Code monétaire et financier).

11. À la lecture de cette disposition, il faut comprendre que le gestionnaire n'est pas tenu d'une obligation de résultat dans la recherche de conflits d'intérêts.

12. L'actuel article 322-44, repris à l'article 314-84 du NRG, autorise ces prestations sous réserve de respecter certaines conditions, notamment qu'elles ne contreviennent pas à l'obligation de meilleure exécution des ordres et de mise en concurrence des intermédiaires et qu'elles présentent un intérêt direct pour les porteurs et actionnaires des OPCVM. On notera que les commissions partagées remplaceront les commissions en nature à compter du 1^{er} janvier 2008.

13. V. article 313-9 sur le régime des transactions personnelles des gérants.

d'intérêts particulier. Si la société de gestion appartient à un groupe de sociétés, « la politique de gestion des conflits doit également prendre en compte les circonstances susceptibles de provoquer un conflit d'intérêts résultant de la structure et des activités professionnelles des autres membres du groupe » (article 313-20 du NRG). On songe notamment à la présence dans le groupe de sociétés d'un établissement de crédit ayant une activité de négociation pour compte propre. Il est naturellement exclu dans cette situation que le gestionnaire, dans la conduite de ses activités, privilégie les intérêts de la banque au détriment de ceux de ses clients¹⁴. Tout gestionnaire devra en conséquence établir une cartographie très précise des relations qu'il entretient avec ses partenaires, en portant une attention toute particulière à ses filiales. La politique de gestion des conflits d'intérêts doit être écrite et « appropriée au regard de la taille et de l'organisation de l'entreprise et de la nature, de l'échelle et de la complexité de son activité » (article 22-1 de la directive d'application et article 313-20 du NRG).

Enfin, le gestionnaire « tient et met à jour régulièrement un registre consignait les types de services d'investissement et des services connexes, ou les autres activités exercées par lui ou pour son compte pour lesquels un conflit d'intérêts comportant un risque sensible d'atteinte aux intérêts d'un ou de plusieurs de ses clients s'est produit ou, dans le cas d'un service d'une activité en cours, est susceptible de se produire » (article 313-22 du NRG). La tenue de registre permet en conséquence une remontée des informations. Le NRG laisse le gestionnaire libre d'en déterminer son contenu.

d. Information de la clientèle

Enfin, lorsque les dispositions adoptées par le gestionnaire « pour gérer les conflits d'intérêts ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité », le gestionnaire « informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale et/ou de la source de ces conflits d'intérêts » (article 18-2 de la directive MIF ; article L. 533-10 CMF modifié). La rédaction de cette disposition laisse une certaine marge de manœuvre au gestionnaire. L'information est en effet requise uniquement lorsque la gestion du conflit n'est pas garantie avec une « certitude raisonnable ». Cette dernière notion devra être clarifiée. L'information doit être fournie au client « sur un support durable » et « suffisamment détaillée, eu égard aux caractéristiques du client, pour que le client puisse prendre une décision informée au sujet du service d'investissement » (article 22-4 de la directive d'application et article L. 533-10 du CMF modifié).

3. POLITIQUE DE MEILLEURE EXÉCUTION/SÉLECTION

a. Exposé du principe

Une seconde mesure essentielle de la directive MIF réside dans l'instauration d'une obligation de meilleure

exécution¹⁵. L'article 21 de la directive MIF oblige dorénavant toute entreprise d'investissement à prendre « toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la possibilité de l'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre. Néanmoins, chaque fois qu'il existe une instruction spécifique donnée par ses clients, l'entreprise d'investissement exécute l'ordre en suivant cette instruction ». Le principe ainsi édicté doit permettre une meilleure formation des prix et une protection accrue des investisseurs. Cette obligation est déclinée dans la directive d'application aux articles 44 et 46 et, en droit français, aux articles L. 533-18 du CMF modifié et 314-75 du NRG. Cette obligation nouvelle s'assimile à une obligation de moyens¹⁶, dont l'exécution passe par la mise en place d'une politique d'exécution des ordres. Cela signifie que le gestionnaire n'est pas tenu d'obtenir systématiquement le meilleur prix à l'occasion d'une transaction sur un instrument financier, mais que tous les moyens pour obtenir ce résultat doivent être mis en place.

Relevons à titre préliminaire que les gestionnaires d'actifs sont déjà sensibles à ce type de contraintes dans la conduite de leur activité. Le principe n'est pas nouveau en la matière. En effet, l'article L. 214-3 du Code monétaire et financier les oblige à agir dans l'intérêt exclusif de leurs porteurs¹⁷. A ce titre, ils doivent rechercher la meilleure exécution des ordres pour le compte de leurs clients¹⁸. Il n'en demeure pas moins que les dispositions nouvelles de la directive MIF sont beaucoup plus précises que celles en vigueur et surtout présentent l'avantage d'être harmonisées au niveau européen. Cette obligation appliquée à la gestion d'actifs soulève deux interrogations majeures.

b. Meilleure exécution/meilleure sélection

La première interrogation soulevée par cette disposition nouvelle concerne son champ d'application. Cette obligation de meilleure exécution s'applique uniquement lorsque le gestionnaire exécute directement ses décisions d'investissement sur les marchés. Dans les autres cas, il est tenu d'une obligation de meilleure sélection.

En effet, s'agissant des instruments financiers négociés sur les marchés réglementés (ex. actions cotées), les gestionnaires de portefeuille n'exécutent pas directement les ordres des mandants ou des OPCVM directement sur les marchés. Pour cela, ils recourent aux services d'un membre de marché, à charge pour lui d'exécuter les ordres¹⁹. Toutefois, les gérants demeurent redevables d'une obligation de meilleure sélection des intermédiaires « au

14. V. décision du Conseil de discipline de la gestion financière du 6 juin 1997, Bull. mensuel COB septembre 1997, n°316, p. 19.

15. V. Ph. Arestan, « L'obligation de meilleure exécution, principale innovation », Revue Banque n°682, juillet-août 2006, p. 26.

16. En ce sens, V. Consultation de l'AMF sur l'application des principes de meilleure exécution contenus dans la directive MIF et sa directive d'application, 27 juillet 2006, disponible sur le site internet de l'AMF.

17. F. Bussière, « De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers », Mélanges en l'honneur de D. Schmidt, Joly Editions 2005, p. 111.

18. V. décision du Conseil de discipline de la gestion financière du 4 juillet 2003, Bull. mensuel COB octobre 2003, n°383, p. 105.

19. Bien qu'un gestionnaire optant pour le statut de contrepartie éligible puisse devenir membre de marché selon la directive MIF (article 45-7). En pratique, cette faculté ouverte aux sociétés de gestion devrait être très limitée.

mieux des intérêts de leurs clients » (article 45 de la directive d'application ; article 314-75 du NRG). Il leur revient en effet de les sélectionner au regard des critères établis pour apprécier l'obligation de meilleure obligation, en y ajoutant notamment le coût de l'intermédiation et la qualité de l'exécution. Cette politique de sélection doit être formalisée par écrit (article 45-5 de la directive d'application). Doivent figurer sur cette liste les principaux intermédiaires sélectionnés. Cela n'empêche pas à notre sens le gestionnaire de recourir pour des transactions particulières à un intermédiaire ne figurant pas sur cette liste. Relevons que, selon le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (ou CESR pour *Committee of European Securities Regulators*)²⁰, il est envisageable qu'une société de gestion puisse recourir aux services d'un seul intermédiaire, dès lors que cette situation d'exclusivité est justifiée économiquement dans l'intérêt des porteurs²¹. On songe, par exemple, au recours par le gestionnaire à une table dite de concentration d'ordres externalisée au sein d'une entreprise d'investissement ou lorsque le gestionnaire confie à un membre de marché appartenant au même groupe de sociétés l'exécution de ses ordres. L'entreprise d'investissement qui transmet l'ordre du gestionnaire à un autre prestataire pour exécution est également tenue d'agir au mieux des intérêts de ses clients (article 314-75-II du NRG). Il revient au membre de marché d'accomplir les obligations déclaratives liées à la transaction à l'autorité compétente (article 25 de la directive MIF ; article 315-46 du NRG)²².

S'agissant des instruments financiers non négociés sur des marchés réglementés (ex. obligations) traités directement par les gestionnaires²³, ces derniers relèvent de l'obligation de meilleure exécution (article 45-7 de la directive d'application). On notera que l'obligation de meilleure exécution ne joue pas en faveur des clients ayant le statut de contrepartie éligible (*V. infra*), statut dont peut se prévaloir la société de gestion dans ses relations avec les intermédiaires. Toutefois, un gestionnaire ayant opté pour la qualité de contrepartie éligible demeurera dans tous les cas tenu par les termes de l'article L. 214-3 du Code monétaire et financier qui l'oblige à agir dans l'intérêt exclusif des porteurs, et donc, d'obtenir le meilleur prix²⁴. On relèvera que l'exécution de l'ordre sur le marché soumet le gestionnaire à des obligations déclaratives à l'autorité de marché (du moins pour les transactions sur des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé), sauf à prévoir contractuellement que ces obligations déclaratives pèsent sur la contrepartie de l'OPCVM.

c. Souscription/rachat de parts d'OPCVM

La seconde interrogation concerne l'application éventuelle de l'obligation de meilleure exécution aux parts ou actions d'OPCVM. Les OPCVM étant des instruments financiers, ils relèvent par définition de l'obligation de meilleure exécution. Toutefois, le principe perd toute substance lorsqu'il porte sur des parts ou actions d'OPCVM (*V. infra*).

d. Mise en place d'une politique d'exécution

La politique d'exécution/sélection du gestionnaire de portefeuille des ordres doit être formalisée par écrit. Elle doit définir « pour chaque catégorie d'instruments, des informations sur les différents systèmes dans lesquels l'entreprise d'investissement exécute les ordres de ses clients et les facteurs influençant le choix du système d'exécution » (article 21-3 directive MIF). Le critère du « prix total »²⁵ est déterminant pour l'exécution des ordres pour le compte des clients non professionnels. L'intermédiaire le moins onéreux devra être en conséquence privilégié, notamment pour la gestion individuelle. Les autres critères, tel celui tenant à la recherche, ne devraient pas intervenir dans le choix définitif des intermédiaires. S'agissant de la gestion collective, les OPCVM ne sont pas assimilés à des clients non professionnels, de telle sorte que ledit critère devra être apprécié au regard des autres critères.

Selon la directive MIF (article 21-3), le gestionnaire doit obtenir le consentement préalable des clients sur cette politique d'exécution. Cet accord, lors de la transposition en droit français, a été aménagé. En effet, s'agissant des OPCVM, la politique figure dans le rapport de gestion (article 314-75-V du NRG). On relèvera que le rapport est remis postérieurement à la souscription alors que la directive MIF exige une communication préalable. S'agissant de la gestion individuelle, l'accord préalable pourra éventuellement se matérialiser lors de la signature du mandat de gestion, celui-ci actant que le client a pris connaissance et accepté la politique d'exécution. Quant à la politique de sélection, l'accord des investisseurs sur les intermédiaires choisis par le gestionnaire n'est pas techniquement requis²⁶.

L'efficacité de la politique de gestion doit être vérifiée par le gestionnaire, notamment la qualité d'exécution des intermédiaires retenus. Les défaillances constatées doivent être le cas échéant corrigées. Dans tous les cas, la société de gestion doit procéder à un examen annuel de sa politique. Le changement de la liste des intermédiaires doit être porté à la connaissance des investisseurs. À leur demande, les clients peuvent exiger du gestionnaire de démontrer qu'il a respecté la politique de gestion à l'occasion de l'exécution d'un ordre ou de la sélection d'un intermédiaire.

20. CESR, Best execution under MIFID, Q&A, May 2007.

21. V. décision du Conseil de discipline de la gestion financière du 29 avril 2003, Bull. mensuel COB septembre 2002, n°371, p.9.

22. La transaction est entendue comme l'exécution d'un ordre sur les marchés financiers. V. Recommandation CESR, Transaction/reporting, mai 2007.

23. Rappelons que l'exécution d'ordres sur les marchés de gré à gré est compris dans le service de gestion pour compte de tiers et non dans celui d'exécution d'ordres pour le compte de tiers (article D 321-1-2° du CMF modifié).

24. V. décision de sanction du Conseil de discipline de la gestion financière du 4 juillet 2003, Bull. mensuel COB octobre 2003, n°383, p. 105.

25. Aux termes de l'article 314-71 du NRG, le prix total est le « prix de l'instrument financier augmenté des coûts liés à l'exécution, qui incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre ».

26. CESR, Best execution under MIFID, Q&A, May 2007.

4. EXTERNALISATION DES FONCTIONS DU GESTIONNAIRE

La directive MIF (articles 13-2 et 13-5) met à la charge des prestataires des obligations nouvelles lorsqu'ils externalisent une de leurs activités. Il convient de distinguer soigneusement la délégation de gestion (b) des autres prestations externalisées par le gestionnaire à des tiers (a).

a. Régime général des prestations externalisées

À l'image de ce qui est déjà prévu par le règlement du CRBF n°97-02²⁷ pour les prestataires, autres que les gestionnaires de portefeuille, une société de gestion lorsqu'elle « confie à un tiers l'exécution de tâches ou fonctions opérationnelles essentielles ou importantes pour la fourniture d'un service ou l'exercice d'activités, elle prend des mesures raisonnables pour éviter une aggravation induite du risque opérationnel » (article 313-72 du NRG). Cette externalisation ne doit pas nuire à la qualité du contrôle interne du gestionnaire ni empêcher l'AMF de contrôler ce dernier. L'AMF définit une fonction comme essentielle ou importante « lorsqu'une anomalie ou une défaillance dans son exercice est susceptible de nuire sérieusement, soit à la capacité de la société de gestion de portefeuille de se conformer en permanence aux conditions et aux obligations de son agrément ou à ses obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier soit à ses performances financières, soit à la continuité de ses activités ». L'AMF donne un seul exemple de fonction essentielle, celui de l'externalisation d'un service d'investissement. Il reviendra au gestionnaire de définir les autres prestations essentielles. Cette tâche ne sera pas aisée, car à lire la définition posée par le NRG, toutes les fonctions assurées par une société de gestion concourent, à un titre ou à un autre, à assurer les performances financières de la gestion. Dans tous les cas, l'externalisation d'une prestation ne modifie pas la responsabilité de la société de gestion à l'égard de ses clients (article 313-75 du NRG). De même, à l'image de la mise en place d'une délégation de gestion (V. ci-dessous), le mécanisme d'externalisation doit respecter les conditions posées par l'AMF (article 313-75 du NRG).

b. La délégation de gestion d'OPCVM

Le nouvel article 313-77 du NRG édicte des obligations, pour certaines nouvelles, à mettre en place à l'occasion d'une délégation de gestion. Ces conditions sont les suivantes :

(i) la délégation ne peut porter sur la totalité de l'activité de gestion d'un OPCVM ;

(ii) la délégation ne doit pas entraver le bon exercice de surveillance par l'AMF dont la société de gestion déléguée fait l'objet. Cette condition concerne principalement les délégations conférées à des entités étrangères ;

(iii) la société de gestion doit mettre en place des mesures lui permettant de contrôler le délégataire. Ce contrôle

est fondamental du fait que le délégant demeure responsable vis-à-vis de tiers, quelle que soit la délégation mis en place ;

(iv) la société déléguée doit pouvoir intervenir auprès du délégataire pour obtenir de lui le respect de la réglementation applicable. En pratique, cette obligation est systématiquement reprise dans les contrats de délégation ;

(v) le contrat de délégation doit être établi par écrit et doit pouvoir être résilié à tout moment à l'initiative de la société déléguée. Lorsque le délégataire prend l'initiative de la résiliation, elle doit être effectuée dans des conditions permettant d'assurer la continuité de l'activité déléguée ;

(vi) le délégant demeure responsable des activités déléguées ;

(vii) la délégation ne doit pas être susceptible d'engendrer des conflits d'intérêts ; et

(viii) lorsque le délégataire est établi dans un État non partie à l'Espace économique européen, la coopération entre l'AMF et l'autorité de surveillance doit être assurée.

Sont concernées par ces conditions toutes les délégations (financière, administrative ou comptable). En pratique, certaines délégations, notamment administratives ou comptables, relèveront de ce régime, mais éventuellement de celui édicté par l'article 313-72 du NRG. Les conventions de délégation existantes devront être mises à jour pour intégrer ces nouvelles conditions.

5. LA REFORME DES MANDATS DE GESTION

La directive MIF réforme le régime du mandat de gestion, principalement sur deux aspects : le contenu du mandat de gestion et les informations destinées aux clients sous gestion.

La directive MIF s'attache à ce que le gestionnaire propose une offre de gestion adaptée à son client. Pour cela, l'article 314-40 du NRG impose au gestionnaire d'établir « une méthode appropriée d'appréciation et de comparaison du service fourni afin de permettre au client [...] d'apprécier la performance du prestataire ». L'AMF précise que « cette méthode peut notamment consister à établir la valeur de référence pertinente prenant en compte les objectifs d'investissement du client et les types d'instruments financiers intégrant son portefeuille ». Si le client est non professionnel, la société de gestion doit fournir « des informations sur la méthode et la fréquence d'évaluation d'instruments financiers » ainsi qu'un « descriptif de toute valeur de référence ». La difficulté sera naturellement de déterminer la bonne valeur de référence. Dans tous les cas, l'insertion d'une telle valeur ne saurait mettre une obligation de résultat à la charge du gestionnaire. Celui-ci demeure tenu d'une obligation de moyens dans l'accomplissement de sa mission.

Par ailleurs, l'information fournie au client sous mandat est renforcée, notamment celle à l'attention des clients non professionnels. Ainsi, le teneur de compte, pour chaque transaction, doit adresser un avis d'opéré, contenant les informations prévues à l'article 314-89 du NRG. En outre, le client doit recevoir un relevé périodique des activités de gestion. Pour les clients non professionnels,

27. Règlement n°97-02 du 21 février 1997, relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

son contenu est détaillé à l'article 314-94 du NRG. Une information complète sur les coûts et les frais supportés par le client non professionnel doit également être assurée par le gestionnaire (article 314-42 du NRG).

■ II. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE REVISITÉ DE LA DISTRIBUTION D'OPCVM

Il n'existe pas à proprement parler de directive européenne régissant la commercialisation d'instruments financiers au sens large²⁸. Il existe des directives dites « produits » comme la directive Prospectus n°2003-71 du 4 novembre 2003 ou la directive OPCVM, des directives dites « activités » à l'instar de la DSI (et bientôt de la directive MIF) mais aussi la directive Commercialisation des services financiers à distance n°2002-65 du 23 septembre 2002, qui apportent chacune leur pierre à un édifice réglementaire empirique.

Comme la DSI, la directive MIF n'a pas vocation à régir les actes de démarchage ou de colportage²⁹. Toutefois, le remodelage de la définition des services d'investissement et le luxe de détails des règles de bonne conduite permettent in fine de mieux appréhender les activités de commercialisation des instruments financiers, notamment les parts ou actions d'OPCVM. On en trouve une illustration dans la nouvelle définition des activités des agents liés qui inclut expressément « la promotion » des services d'investissement (et des instruments financiers concernés)³⁰ de l'entreprise d'investissement mandante³¹.

Les conséquences de la directive MIF en matière de distribution des OPCVM sont de deux ordres : la distribution d'OPCVM constitue ou induit désormais la réalisation de services d'investissement (1) et les règles de bonne conduite refondent la relation distributeur/client souscripteur (2).

1. LA DISTRIBUTION D'OPCVM CONDUIT À LA RÉALISATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Pour comprendre l'impact de la directive MIF, il faut revenir sur les analyses qui prévalaient sous l'empire de la DSI mais aussi de la directive OPCVM.

a. Avant la directive MIF

Les dispositions de la directive OPCVM ont été le fondement de l'exclusion de l'application de la DSI aux activités de commercialisation d'OPCVM. L'annexe 2 de la directive OPCVM retient en effet la commercialisation

des OPCVM comme une activité relevant des activités des sociétés de gestion et des sociétés d'investissement régies par cette directive.

On remarquera toutefois que la notion de commercialisation n'est pas définie. Il en est de même pour le statut des commercialisateurs ou distributeurs de parts ou actions d'OPCVM qui ne seraient pas agréés en tant que sociétés de gestion d'OPCVM ou sociétés d'investissement.

La DSI excluait expressément de son champ d'application toutes les activités des sociétés de gestion d'OPCVM, tout en incluant les parts ou actions d'organismes de placement collectif dans le champ des instruments financiers. L'AMF pouvait alors en conclure que la réception et transmission d'ordres de souscription/rachat de parts ou actions d'OPCVM par les sociétés de gestion d'OPCVM ne relevait pas d'une activité de service d'investissement de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers (RTO) mais de la commercialisation d'OPCVM régie par la directive OPCVM³². S'agissant des OPCVM dits tiers à la société de gestion d'OPCVM, le CESR a souhaité étendre le bénéfice de cette activité de commercialisation aux OPCVM non gérés par la société de gestion d'OPCVM³³.

Une telle analyse était-elle également justifiée à l'égard des distributeurs d'OPCVM ? Tout dépendait des obligations et des pouvoirs de ces derniers. S'il ne faisait pas de doute qu'une simple activité d'apport d'affaires échappait au monopole des services d'investissement, tout distributeur qui intervenait dans la chaîne de collecte des ordres de souscription et de rachat pouvait techniquement rendre un service de RTO à sa clientèle. Toutefois, certains arguments étaient avancés pour contester l'application d'une telle activité fondés sur l'absence (i) de facturation aux porteurs du service de RTO (élément contestable compte tenu du fait que le distributeur est rémunéré pour ce service via une rétrocession des frais de souscription ou des commissions de gestion) ou (ii) d'exécution subséquente de l'ordre ainsi transmis par un PSI suivant la définition de la RTO retenue par l'article 312-5 du règlement général de l'AMF actuellement en vigueur.

b. Les apports de la directive MIF

(i) Replacer la distribution des OPCVM dans le cadre des services d'investissement

Si le principe d'exclusion des activités de gestions collectives est maintenue dans le cadre de la directive MIF, les rôles des distributeurs d'OPCVM apparaissent mieux définis. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif figurent expressément parmi la liste des instruments financiers. Toutefois, les « *limited partnership interests* », appréhendés parfois dans le Code monétaire et financier comme des « droits financiers » dans des entités établies dans l'OCDE³⁴, n'ont pas été assimilés à des instruments financiers par la directive MIF. On notera que certains avaient cru lire dans la directive MIF une nouvelle

28. V. L'analyse de B. Brehier et S. Darioseq « Quel schéma d'ensemble tirer des directives Commercialisation à distance de services financiers, OPCVM, Prospectus et MIF ? », Banque & Droit, n°113, mai-juin 2007.

29. V. le 8^e considérant de la DSI et le 38^e considérant de la directive MIF.

30. Par exemple dans le cadre d'un service de placement non garanti recherchant des souscripteurs en vue de placer un instrument financier en particulier.

31. V. l'article 4-1-(25) de la directive MIF et Article L. 545-1 du CMF modifié.

32. V. l'annexe 4 de l'instruction n°2006-02 du 26 janvier 2006 de l'AMF.

33. V. L'analyse de CESR dans un avis n°04-434(b) de février 2005, paragraphe 8.

34. V. l'article L. 214-36 du CMF faisant référence à « des droits représentatifs d'un placement financier », l'article L. 214-92 du CMF relatif aux OPCVM faisant référence à des « droits détenus dans des organismes de droit étranger ».

voie pour commercialiser les hedge funds sur le fondement du test d'adéquation, ce que l'AMF a pu réfuter³⁵.

L'activité de collecte d'ordres de parts ou actions d'OPCVM est désormais expressément visée comme un service de RTO à l'occasion de la définition de l'exécution simple (article 19-6 de la directive MIF). Par ailleurs, l'article D. 321-1-1° du CMF modifié définit le service de RTO en faisant abstraction de la notion de transmission « pour exécution ». Une simple transmission d'un ordre est désormais requise. On notera que la transposition française de la directive MIF a pris le parti de ne pas retenir les considérants. Ainsi la « mise en relation » d'investisseurs en vue de conclure une transaction sur instruments financiers qui constituait l'une des situations de RTO dans le projet d'ordonnance du Trésor de juillet 2006 n'a pas été retenue, permettant ainsi d'éviter de soumettre tous les apporteurs d'affaires au statut de prestataire de RTO³⁶.

Au chapitre des nouvelles définitions, on remarquera également celles de l'exécution d'ordres ou le fait de conclure des accords d'achat ou de vente d'instruments financiers pour le compte de tiers. À la simplicité de cette définition suit un nouvel élément appréhendant les gérants exécutant directement les ordres émis dans le cadre de leur gestion discrétionnaire ou de portefeuille, une telle disposition visant les nouvelles voies d'exécution des ordres offertes directement aux gérants (ex : l'adhésion à un système multilatéral de négociation, voire à un marché réglementé)³⁷.

(ii) Les positions de la Commission européenne

Le livre blanc de la Commission européenne du 16 novembre 2006 sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement soulignait déjà l'intérêt des dispositions de la directive MIF pour réglementer les distributeurs : « D'une manière plus générale, la [directive MIF] devrait contribuer à l'amélioration de la qualité des conseils que fournissent conseillers, courtiers et autres intermédiaires en investissement aux clients envisageant d'investir dans des fonds d'investissement. Elle rendra plus stricte l'obligation, qui incombe aux entreprises d'investissement plaçant des produits de fonds, de veiller à ce que ces produits soient adaptés au profil du client concerné, et de s'assurer que ce client a pleinement été sensibilisé

aux avertissements concernant les risques éventuellement associés à des produits particuliers. »³⁸

Le document de questions et réponses sur la directive MIF mis en ligne sur le site Internet de la Commission européenne apporte aussi régulièrement des réponses concrètes sur les qualifications réglementaires des acteurs de la gestion d'actifs. Les réponses aux questions 55 et 56 précisent ainsi que la société de gestion d'OPCVM qui reçoit un ordre de souscription agit comme un « lieu d'exécution » sous la forme d'un « fournisseur de liquidité ».

La réponse à la question 92 considère qu'un distributeur qui transmet un ordre de souscription à la société de gestion rendrait un service d'investissement de réception et transmission d'ordres, voire d'exécution d'ordres. En revanche, la Commission européenne considère que le distributeur d'OPCVM ne pourrait pas rendre un service d'investissement de placement garanti ou de prise ferme compte tenu de la possibilité de souscrire les parts ou actions d'OPCVM sur la simple demande de l'investisseur, indépendamment de toute opération particulière.

La réponse à la question 105 confirme enfin l'application « théorique » de l'obligation de meilleure exécution à toute entreprise d'investissement qui exécute un ordre de souscription ou de rachat d'OPCVM.

(iii) Applications concrètes aux différents modèles de distribution

Deux modèles de distribution ou de commercialisation doivent être confrontés aux nouvelles dispositions de la directive MIF.

A. La distribution directe des OPCVM par la société de gestion

Sur le fondement de la directive OPCVM, les sociétés de gestion de portefeuille de type I relevant de la directive OPCVM peuvent recevoir des ordres de souscription et de rachat d'OPCVM « maison » ou « tiers » sans relever de l'activité de RTO (V. nos commentaires au paragraphe II.1.a).

Les sociétés de gestion de portefeuille de type II peuvent distribuer leurs OPCVM sous l'empire de la directive OPCVM mais devront être agréées pour faire de la RTO (au sens de la directive MIF) s'agissant de la commercialisation d'OPCVM tiers. En dépit du statut de type II, la commercialisation des OPCVM maison dans le cadre de la directive OPCVM s'impose dans la mesure où la société de gestion ne transmet pas véritablement l'ordre mais joue le rôle de ce fournisseur de liquidité décrit ci-avant.

B. Les commercialisateurs d'OPCVM

Sans vouloir prétendre à une exhaustivité des schémas de distribution, trois scénarios types de commercialisation d'OPCVM en France se retrouvent fréquemment mis en place, qu'il convient d'examiner successivement.

■ Les distributeurs appartenant aux réseaux bancaires qui ont vocation principalement à distribuer les OPCVM de leurs filiales de gestion. Dans ces conditions, le distributeur agira le plus souvent comme un placeur vis-à-vis de la société de gestion, aux termes d'un mandat en vue de

35. V. le rapport du groupe d'experts pour le développement de la gestion alternative en date du 7 juillet 2006 dénommé « Report of the Alternative Investment Expert Group : Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe » et la réponse de l'AMF aux travaux des groupes d'expert de la Commission européenne en date du 31 octobre 2006. V. aussi les réponses de la Commission européenne aux questions 21 et 26 dans le document questions et réponses mis en ligne sur son site Internet

36. V. l'interview de B. Henry, l'AGEFI ACTIFS, semaine du 27 avril au 3 mai 2007 et les commentaires de l'AFEI sur le projet de décret simple du Trésor relatif à la définition de la RTO en date du 26 avril 2007, paragraphes 2 et 3.

37. V. l'article D. 321-1-2° du CMF modifié qui définit ainsi l'exécution d'ordres par les gérants : « Constitue le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers, pour le compte d'un tiers. Toutefois, l'exécution des ordres résultant des décisions d'investissement prises par les prestataires de services d'investissement dans le cadre du service mentionné au 4 [la gestion de portefeuille pour le compte de tiers] ou de la gestion d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou d'un organisme de placement collectif immobilier relève, selon le cas, dudit service mentionné au 4 ou de l'activité de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou d'organismes de placement collectif immobiliers » et les observations de H. de Vauplane, J.-J. Daigre, J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, in Chronique financière et boursière, Banque & Droit, n°114, juillet-août 2007, qui remarquent ainsi que l'exécution des décisions d'investissement demeure rattachée à l'activité de gestion placée sous la tutelle de l'AMF.

38. V. Paragraphe 2.2 du livre blanc précité

rechercher des souscripteurs pour le compte du gestionnaire. Il s'agit ainsi d'une activité de placement non garanti au sens de l'article D. 321-1-7 du CMF modifié³⁹. On peut alors s'interroger comme certains auteurs sur l'inclusion dans ce mandat d'une activité de collecte d'ordres ou de pouvoir d'engagement du mandant lors de la réception des bulletins de souscription⁴⁰. L'absence du pouvoir de collecte d'ordres pour transmission au mandant reviendrait à accroître la confusion entre le mandat de démarcheur non autorisé à engager son mandant et celui du placeur vis-à-vis de l'émetteur ou du cédant d'instruments financiers⁴¹, mettant alors tous les démarcheurs agissant pour un tiers mandant dans une situation de placeurs virtuels.

Dans ses relations avec les souscripteurs, le distributeur collecte les ordres de souscription pour les transmettre à la société de gestion ou l'entité à laquelle la gestion du passif a été déléguée en vue d'émettre les parts ou actions correspondantes. On pourra alors voir l'exercice d'une activité de RTO dont la rémunération sera acquittée au travers des commissions de placement reçues de la société de gestion, de telles commissions étant financées in fine par les porteurs ou actionnaires des OPCVM.

■ Le second schéma de commercialisation est celui où un apporteur d'affaires est un courtier indépendant de la société de gestion qui met en relation sa clientèle ou des prospects avec la société de gestion en vue de souscrire les parts ou actions des OPCVM gérés par celle-ci (sans pour autant collecter les ordres). Fort de cet apport, l'apporteur bénéficie d'une commission d'apporteur d'affaires de la part de la société de gestion généralement assise sur les encours apportés. Cette activité ne constitue pas un placement non garanti dans la mesure où une telle activité n'impose pas une collecte des ordres ou un pouvoir de réception et d'acceptation des ordres au nom et pour le compte du mandant. Par ailleurs, l'apporteur d'affaires n'implique pas un mandat en vue d'agir au nom et pour le compte de la société de gestion.

Aucune activité de RTO n'est effectivement réalisée par le distributeur apporteur d'affaires avec la clientèle apportée dans la mesure où la mise en relation n'a pas été finalement retenue dans la définition de RTO.

■ Le troisième cas de figure est celui du CIF-RTO agissant comme conseiller en investissement financier en ayant la faculté de recevoir les ordres de souscription de parts ou actions d'OPCVM de la part de sa clientèle qui suit ses conseils.

Vis-à-vis de sa clientèle, le CIF-RTO rend des services de conseil en investissement financier et de RTO qui ne relèvent pas strictement des activités de conseil en investissement ou de RTO réglementées comme des services

d'investissement. L'article 3 de la directive MIF autorise en effet les États membres à définir des régimes nationaux qui seraient exclus du bénéfice du passeport européen.

Ces activités de CIF-RTO n'empêcheraient pas la conclusion de convention d'apport d'affaires ou de commercialisation avec les sociétés de gestion, permettant ainsi de verser des commissions d'apport d'affaires au CIF-RTO. Cette activité d'apport d'affaires ne constitue pas un service de placement dans la mesure où le CIF-RTO n'est pas mandaté expressément par la société de gestion pour rechercher des souscripteurs pour leurs OPCVM. La rémunération du CIF-RTO est fondée sur la prise en compte de la réalisation d'un apport d'affaires effectué en toute indépendance.

On notera enfin que tant pour les distributeurs « réseaux bancaires » que pour les courtiers indépendants, l'exercice d'une activité de conseil en investissement se pose dans la mesure où ils viendraient à recommander à leur clientèle de souscrire les parts ou actions d'un OPCVM en particulier. La distinction entre une activité de commercialisation et de conseil en vue de souscrire un instrument financier demeure en effet des plus ténues, l'AMF tendant à considérer que toute vente conseillée relèverait d'une activité de conseil en investissement⁴².

2. LES PRINCIPALES RÈGLES DE BONNE CONDUITE

a. La relation clientèle

Le client est au cœur des préoccupations de la directive MIF. Le livre III du NRG recense et décrit les règles de bonne conduite applicables aux PSI. S'agissant de l'exercice des activités de RTO par les sociétés de gestion, l'AMF envisage d'étendre aux gestionnaires exerçant une activité de commercialisation d'OPCVM les obligations des distributeurs d'instruments financiers issues de la directive MIF⁴³. Il devrait en être de même pour les CIF-RTO en vue d'instaurer une protection uniforme des investisseurs.

La première obligation sera de catégoriser son client en fonction de ses compétences, connaissances et expériences en matière d'instruments financiers, de services d'investissement ou de son statut juridique ou réglementaire. Les clients peuvent être classés comme des clients non professionnels, des clients professionnels ou des contreparties éligibles⁴⁴ (pour certains services d'invest-

39. V. l'article D. 321-1-7° du CMF modifié définit le placement non garanti comme « le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition ». Cette analyse semble demeurer envisageable compte tenu des termes de la réponse de la Commission Européenne à la question 92 précitée, n'excluant pas le placement non garanti. Voir aussi en ce sens, les commentaires de B. Brehier in AGEFI ACTIFS du 23 au 29 mars 2007, dans le cadre d'un dossier relatif aux métiers du conseil et la directive MIF, p. 17

40. V. l'analyse de T. Bonneau dans son ouvrage intitulé *Droit des marchés financiers*, Litec, 2005, n°196

41. V. l'article L. 314-1-16 du CMF

42. V. les commentaires de A. Oseredczuk, Responsable du département Régulation de la gestion d'actifs de l'AMF dans le cadre d'un séminaire sur les enjeux de la gestion organisé par l'AFG-ASFFI, plus précisément lors de l'atelier A1 intitulé « La commercialisation des produits et services de gestion financière. Quels impacts de la MIF? Quelles suites au rapport Delmas-Marsalet? » qui précise que « si la société de gestion ou le commercialisateur présente au client un produit comme adapté à ses besoins, elle lui rend un service de conseil et lui doit un véritable test de suitability. La question est alors la suivante : pouvons-nous approcher un client et lui vanter un produit, tout en nous abstenant de le lui présenter comme adapté, lui laissant ainsi la responsabilité du choix ultime? Il nous semble que cette interprétation pervertirait le sens de la directive. Le collège de l'AMF a validé l'interprétation selon laquelle il n'existe pas de troisième voie possible entre la vente conseillée et la souscription à l'initiative du client ».

43. En d'autres termes, la commercialisation d'OPCVM devrait respecter certaines règles de bonne conduite inhérentes aux activités de RTO

44. V. Article L. 533-20 du CMF modifié qui restreint le bénéfice du statut de

tissement seulement). Cette catégorisation commande le champ d'application des règles de bonne conduite.

La fourniture d'un service de RTO ou de placement devra être précédée d'obligations d'informations générales mais aussi de diligences particulières en fonction de la catégorie du client. S'agissant de clients non professionnels, un test d'évaluation des compétences et des connaissances devra être préalablement effectué en vue de déterminer le caractère approprié du service à fournir (article L. 533-13-II du CMF modifié). Si le PSI estime insuffisantes les informations reçues de son client pour mener à bien ce test d'évaluation, il aura l'obligation de mettre en garde son client sur le caractère potentiellement inapproprié du service escompté. Les clients professionnels seront réputés satisfaire ce test d'évaluation compte tenu de la présomption de connaissance et de compétence posée à l'article 314-54 du NRG. S'agissant du service de RTO, si le client est une contrepartie éligible, aucun test d'évaluation ou obligation d'information spécifique ne devra être respecté. Par ailleurs, un investisseur souscrivant de sa propre initiative, dans le cadre dit de l'exécution simple (article L. 533-13-III du CMF modifié), ne sera pas soumis à ce test d'évaluation, pour autant qu'il s'agisse d'OPCVM dits « simples », c'est-à-dire des OPCVM coordonnés (Article 314-57-4° du NRG).

La fourniture du conseil en investissement financier par le CIF-RTO ne relève pas de l'activité de service d'investissement de conseil en investissement mais l'article L. 541-4-4° du CMF modifié qui a expressément soumis les CIF au test d'adéquation imposant une démarche d'investigation et de collecte d'information doublée d'une obligation d'abstention à défaut de réception des informations requises⁴⁵. Ce test d'adéquation prendra aussi tout son sens dans le cadre de la fourniture de conseil en investissement tant par les distributeurs des réseaux bancaires que par les distributeurs courtiers indépendants.

Au titre des obligations d'information spécifiques, on notera que le prospectus simplifié d'un OPCVM constitue un support d'information satisfaisant pour décrire l'OPCVM et les risques qui y sont attachés (article 314-19 du NRG).

D'une manière générale, la directive MIF revoit aussi en profondeur le contenu des communications promotionnelles relatives aux instruments financiers⁴⁶. Ainsi, le graphique de performances d'un OPCVM ne pourra plus constituer le thème central de l'information communiquée et devra être accompagné d'éléments permettant d'équilibrer la tonalité d'un message résolument centré sur une performance positive de l'OPCVM (article 314-13 du NRG).

Les « maigres » obligations des distributeurs d'OPCVM posées à l'article 411-53 du règlement général de l'AMF contrastent avec l'ampleur et le détail des règles de bonne

conduite requises par la directive MIF⁴⁷. Les obligations des distributeurs d'OPCVM devraient être prochainement alignées sur celles des distributeurs d'autres instruments financiers d'ores et déjà régis par la directive MIF pour assurer une protection uniforme des investisseurs.

b. La réglementation des avantages

Définie à l'article 26 de la directive d'application et transposée à l'article 314-76 du NRG, la réglementation des avantages ou « inducements » autorise les rémunérations des PSI dans la mesure où (i) elles sont directement payées par le client (ou par un tiers pour son compte) ou (ii) elles sont nécessaires à la fourniture de la prestation de services d'investissement (ex : frais de garde ou des chambres de compensation).

En dehors de ces deux situations, toute autre rémunération ou tout avantage perçu ou versé à des tiers dans le cadre de la fourniture d'un service d'investissement à un client par un PSI doit, pour être autorisée :

- faire l'objet d'une information explicite au client ;
- permettre d'améliorer la qualité du service fourni au client ;
- ne pas remettre en cause l'obligation du PSI de servir au mieux les intérêts de son client.

La Commission européenne mettait l'accent dès juillet 2006 sur l'importance des commissions reversées aux distributeurs d'OPCVM et l'opportunité des règles de la directive MIF, notamment en matière de transparence, pour clarifier les rôles des acteurs de la distribution d'OPCVM⁴⁸.

Aux cours des entretiens de l'AMF de 2006, il a été noté que « la rémunération actuelle du distributeur [d'OPCVM], liée à la fourniture d'un service d'investissement (réception, transmission d'ordres, conseil) et versée par un tiers (la société de gestion), entre a priori dans le champ d'application de l'article 26 b) »⁴⁹. Une telle analyse a été confirmée en début d'année par l'AMF lors d'une conférence relative aux impacts de la directive MIF pour les sociétés de gestion⁵⁰ ainsi qu'à l'occasion d'un séminaire de l'AFG sur les enjeux de la gestion le 29 mai 2007⁵¹. Après avoir été mandaté par la

contrepartie éligible pour les services d'investissement de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, pour l'exécution d'ordres et pour la négociation pour compte propre

45. V. l'interview de G. Eliet, AMF, l'AGEFI ACTIFS du 27 juillet 2007 et l'analyse de P. Arestan, intitulée « le conseil en investissement, nouveau service d'investissement organisé par la directive MIF », Banque et Droit, n°113, mai-juin 2007

46. V. S. Durox et O. Dehry, « OPCVM, sécuriser le discours commercial », Revue Banque mars 2007, n°689, p. 49.

47. V. l'analyse de M. Storck intitulée « les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement », Bull. Joly Bourse mai-juin 2007, p. 311

48. V. le livre blanc de la Commission européenne sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement en date du 16 novembre 2006, paragraphe 2.2 où la Commission Européenne remarque ainsi : « Actuellement, les gestionnaires de fonds versent en moyenne 50 % de leurs commissions de gestion à des distributeurs de fonds tiers. Il convient d'examiner le paiement de prestations fournies, par exemple de services pré/après-vente aux clients. En ce qui concerne les conflits d'intérêts et les avantages, ils doivent faire l'objet d'une gestion appropriée ou être divulgués : les intermédiaires sont à ce niveau tenus de s'acquitter diligemment de leur devoir de précaution à l'égard de leurs clients de détail. La DMIF fournit les outils requis pour traiter efficacement ces questions, ses mesures d'exécution stipulant en particulier que les avantages envisagés doivent être divulgués et ne peuvent être effectivement consentis que s'ils sont dans l'intérêt du client ».

49. V. l'analyse de M. Stevant, AMF, intitulée « La transposition de la directive MIF et la mise en œuvre des recommandations de la mission de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers », p. 12

50. V. en particulier la présentation de M. Lucas, AMF, en date du 30 janvier 2007 relative au nouveau dispositif sur les avantages et les rémunérations (diapositives 61 et s.)

51. V. les commentaires de A. Oseredczuk, Responsable du département Régulation de la gestion d'actifs de l'AMF dans le cadre de l'atelier A1 intitulé « La commercialisation des produits et services de gestion financière. Quels impacts de la MIF ? Quelles suites au rapport Delmas-Marsalet ? » qui précise qu'« en effet, le fait de dire au client que le distributeur touchera une somme non négligeable est de nature à modifier les rapports entre ces deux interlocuteurs et à influencer sur la qualité du conseil

Commission européenne, le CESR a confirmé la licéité des rémunérations des distributeurs de produits financiers dans des recommandations de mai 2007 en remarquant que l'amélioration apportée par le distributeur repose sur le fait qu'il permet in fine la distribution effective du produit financier. En l'absence de commission de placement pour le distributeur, il n'y aurait pas de souscription de parts ou actions d'OPCVM offerte par les distributeurs aux investisseurs⁵². L'obligation de ne pas nuire au client serait appréciée tant au regard du niveau de rétrocession octroyée par rapport aux standards de marché que d'une commercialisation systématique d'OPCVM offrant un niveau de rétrocession élevée sans justification pour le client⁵³. Enfin, le distributeur d'OPCVM devra informer ses clients sur la rémunération touchée du gestionnaire pour cette activité (V. article 314-76-a du NRG).

c. Une meilleure sélection limitée

Aux termes de l'article 314-75 du NRG, le distributeur fournissant un service de réception et transmission d'ordres serait astreint à une obligation de meilleure sélection en vue d'obtenir la meilleure exécution des ordres sur parts ou actions d'OPCVM. La spécificité de la distribution des OPCVM conduit à réduire à leur plus simple expression de telles obligations⁵⁴.

Dans son document de questions et de réponses sur la directive MIF, la Commission européenne a en effet confirmé que la société de gestion devait être traitée comme un lieu d'exécution des ordres de souscription ou de rachat des parts ou actions d'OPCVM. Il n'y aurait pas à proprement parler d'exécution d'ordres en tant que service d'investissement mais une simple émission de parts en fonction des demandes.⁵⁵

D'autres arguments plaident en faveur de l'absence de toute obligation de meilleure exécution sur les parts ou actions d'OPCVM :

- la souscription et le rachat des parts se font sur la base d'un cours unique – la valeur liquidative de l'OPCVM –, et ce, en l'absence de cotation ou d'effectivité d'un marché secondaire ;
- la demande de souscription d'une part ou action d'un OPCVM ne constituerait-elle pas en soi une instruction spécifique au sens de l'article L. 533-18-I du CMF modi-

fié permettant d'exonérer alors le distributeur de satisfaire à son obligation de meilleure sélection ? En effet, la désignation de l'OPCVM et le nombre de parts à souscrire sont les deux principaux paramètres requis pour constituer une instruction spécifique, compte tenu de l'existence d'un lieu unique d'exécution au prix d'une valeur liquidative à cours inconnu elle aussi unique.

L'obligation de meilleure sélection/exécution du distributeur appliquée aux parts d'OPCVM ne fait pas beaucoup de sens, sauf à considérer la prise en compte d'autres paramètres dans le champ de cette obligation à l'instar de droits d'entrée suivant le canal des intermédiaires retenus ou d'autres éléments permettant une réelle mise en concurrence (ex : la cotation pour un OPCVM indicel ou l'existence de différentes catégories de parts).

Les impacts de la directive MIF touchent en conséquence tous les pans de l'activité de gestion d'actifs pour le compte de tiers. Sa mise en œuvre mobilise toutes les directions des sociétés de gestion françaises (gestions, commerciales, opérationnelles, déontologiques, juridiques) depuis plus de deux ans. La directive MIF oblige d'ores et déjà le gestionnaire à un travail formel consistant à remettre à plat l'ensemble de ses procédures internes pour s'assurer de leur conformité avec les nouvelles dispositions communautaires. De nombreuses conventions devront être également mises à jour (délégations de gestion, mandat de gestion). Sur le fond, les apports de la directive MIF sont également sensibles, notamment dans les relations commerciales que nouent la société de gestion et ses clients, prestataires ou distributeurs. Il lui revient à ce titre d'effectuer des revues de portefeuille des clients pour déterminer leur statut. Ces actions ne sont pas évidentes, tant certains principes de la directive MIF méritent encore d'être clarifiés⁵⁶.

Rappelons enfin que les dispositions de la directive MIF sont applicables à compter du 1^{er} novembre 2007. Compte tenu de l'ampleur des tâches à accomplir, le CESR réfléchit actuellement à l'instauration d'une période de transition pour certains États membres en retard dans les travaux de transposition. Une fois la directive MIF appliquée pleinement chez les gestionnaires, ces derniers devront encore intégrer les modifications envisagées à la directive OPCVM⁵⁷. La tâche ne sera pas aisée. ■

du distributeur, le client devenant davantage conscient que son conseiller est directement rémunéré par prélèvement sur le montant de son placement sera sans doute plus exigeant ».

52. V. le paragraphe n°22 des recommandations de CESR du mai 2007 sur les « inducements » indiquant ainsi : « Recital 39 is limited to an investment firm that is giving unbiased investment advice or general recommendations. However, it does not exclude that other cases may be treated in similar terms. An example is where an issuer or product provider pays an investment firm for distribution where no advice or general recommendation is provided. In such cases the investment firm will be providing an investment service to its end-clients; in the absence of payment by the product provider or issuer these investment services, most likely, would not be provided; therefore, in the distribution of financial instruments the payments could be seen as being designed to enhance the quality of the service to the client by allowing that investment service being performed over a wider range of financial instruments. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interest of the client – must also, of course, be met, as must other obligations under MiFID ».

53. V. les commentaires de A. Oseredczuck précités en ce sens

54. C. F. Bussière, Chronique de Gestion Collective, Banque & Droit, n°114 ; juillet-août 2007, p. 46

55. V. les réponses aux questions 55 et 56 ; http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf.

56. S. Janin, « Impacts de la directive MIF sur la responsabilité des sociétés de gestion », Bull. Joly Bourse mai-juin 2007, §65, p. 306.

57. V. A. Leclair, « La commission revisite la réglementation : quelles opportunités ? », Revue Banque juillet-août 2007 n°693, p. 33.