

Etude d'impacts : Implémentation de la réglementation relative au prospectus OPCVM dans les sociétés de gestion françaises

Janvier 2006

*Un coût quantifiable,
des gains imperceptibles.*

Etude réalisée à
la demande des professionnels de la gestion
et coordonnée par l'AFG



Sommaire

Résumé 4

Première partie

Présentation de la méthodologie

- | | |
|---|-----------|
| 1. Périmètre | 10 |
| 2. Méthodologie | 10 |
| 1. Cadrage et collecte des informations | |
| 2. Traitement de l'information | |
| a. Calculs réalisés | |
| b. Extrapolation des résultats | |
| 3. Limites en matière d'appréciation du coût global déterminé | |
| 3. Guide de lecture | 13 |

Deuxième partie

Résultats de l'étude

- | | |
|--|-----------|
| 1. Le coût du projet Prospectus Complet pour la profession | 15 |
| 1. Le mode de conduite de projet adopté par les entités interrogées | |
| 2. Le type de départements impliqués | |
| 3. Le niveau de granularité retenu pour la définition des familles d'opcvm | |
| 4. Le nombre d'allers-retours nécessaire à la validation des prospectus | |
| 2. Coût complet total estimé du projet Prospectus Complet | 19 |
| 3. Les principaux points de blocage rencontrés | 20 |
| 1. Phase préparatoire | |
| 2. Phase opérationnelle | |

Troisième partie

Analyse

- | | |
|---|-----------|
| 1. L'harmonisation différenciée | 24 |
| 2. « Trop d'informations tue l'information » | 30 |
| 3. Les choix des méthodes : constat d'un échec annoncé | 31 |
| 4. Réglementation « Prospectus » : opportunité ou perte de compétitivité ? | 33 |

Conclusion 35

Contacts 36

Disclaimer

Ce document est destiné strictement à l'AFG et aux sociétés de gestion ayant participé à l'étude.

L'AFG est seule responsable de la diffusion de l'étude jusqu'au 31/12/2006. Au-delà, cette étude ne pourra être diffusée à l'extérieur par Deloitte IMS sans l'accord préalable de l'AFG.

Les résultats de l'étude sont basés uniquement sur les informations communiquées lors d'entretiens par les entités consultées. Ces informations nous ont été transmises sur une base déclarative.

Cette étude ne constitue pas une prestation d'assistance aux entités de gestion d'actifs, et Deloitte décline toute responsabilité sur l'exploitation des résultats de l'étude, qui pourrait résulter d'une interprétation erronée.

Pour toute information complémentaire, l'AFG et Deloitte se tiennent à votre disposition.

Résumé

Présentation de l'étude :

Le périmètre de l'étude couvre 10 sociétés de gestion établies en France, qui représentent un encours total supérieur à 350 milliards d'euros soit près de 30% des actifs domestiques sous gestion et près de 1200 OPCVM ouverts.

L'échantillon prend en compte l'essentiel du paysage de la gestion d'actifs en France, intégrant à la fois des sociétés de gestion généralistes, spécialisées, indépendantes ou filiales d'établissements financiers:

- AXA Investment Managers
- CPR Asset Management
- Crédit Agricole Asset Management
- Groupama Asset Management
- IXIS Asset Management
- ODDO Asset Management
- Rothschild & Compagnie Gestion
- 2 sociétés de gestion entrepreneuriales (dont la participation reste anonyme)

La présentation de l'étude a été envoyée à plus de 80 sociétés de gestion

Le questionnaire servant de base à l'étude (30 questions) a été testé préalablement auprès d'une société de gestion :

- il est segmenté en fonction des étapes clés de la procédure d'établissement des nouveaux prospectus
- et est constitué de demandes quantitatives (charge de travail par département) et qualitatives (via des questions complémentaires associées à chaque section)

La dernière section du questionnaire a pour objectif de dresser un bilan et de mesurer les impacts intuitifs de la réglementation.

Afin de déterminer le coût global du projet « prospectus complet », l'objectif était d'obtenir auprès de chaque établissement :

- le temps effectif passé par chaque département sur chacune des étapes (exprimé en jours/homme)
- la charge salariale annuelle et des effectifs (ETP) de chaque département impliqué
- le coût annuel de chaque département

Cette collecte d'informations a été réalisée sur la base d'entretiens, effectués d'octobre à novembre 2005. Afin d'obtenir un résultat global pour la profession, les entités du panel ont été classifiées en trois groupes en fonction de leur taille d'encours et du nombre d'OPCVM:

- Société de gestion de taille large (plus de 50 mds d'euros d'encours et/ou plus de 180 OPCVM)
- Société de gestion de taille moyenne (de 2 à 49,9 mds d'euros et/ou entre 20 et 179 OPCVM)
- Société de gestion en émergence (moins de 2 mds d'euros d'encours et/ou moins de 20 OPCVM)

Le coût moyen du prospectus a été déterminé par groupe. L'ensemble des sociétés de gestion a été intégré dans un groupe et les populations d'OPCVM ont été identifiées pour chacun des groupes :

- Le groupe « Large » : 21% des OPCVM

- Le groupe « Moyen » : 31% des OPCVM
- Le groupe « Emergent »: 48% des OPCVM

Le coût complet global utilisé dans le cadre de cette étude est estimé sur la base des informations collectées auprès des sociétés de gestion ayant participé à l'étude :

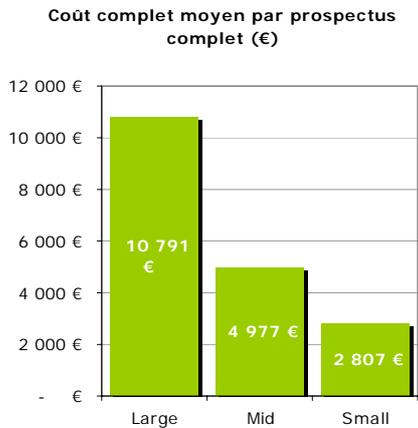
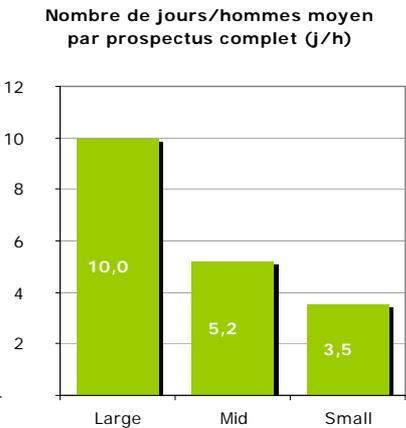
Ce calcul n'inclut notamment pas :

- Le coût financier lié au passage au Prospectus Complet des fonds dédiés et à la contribution des statistiques de la partie B**
- La prise en compte du coût financier et de la charge de travail supportés par les dépositaires**
- La prise en compte du coût financier et de la charge de travail supportés par l'Autorité de tutelle**
- La prise en compte des coûts indirects supportés par les sociétés de gestion et liés aux lancements décalés de projets internes**

Les résultats quantitatifs de l'étude :

Ces résultats font ressortir d'importantes disparités entre chaque groupe et au sein des groupes eux-mêmes. Plusieurs facteurs semblent toutefois donner un éclairage sur ces disparités :

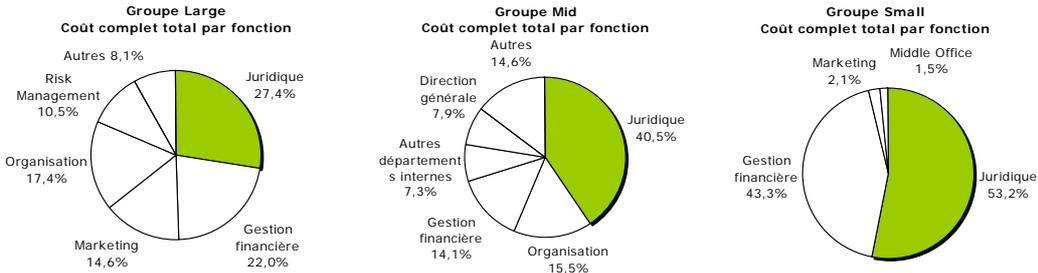
1. Le mode de conduite de projet adopté par les entités interrogées
2. Le type de départements impliqués
3. Le niveau de granularité retenu pour la définition des familles d'opcvm
4. Le nombre d'allers et retours nécessaires à la validation des prospectus



Le mode de conduite de projet adopté est différencié :

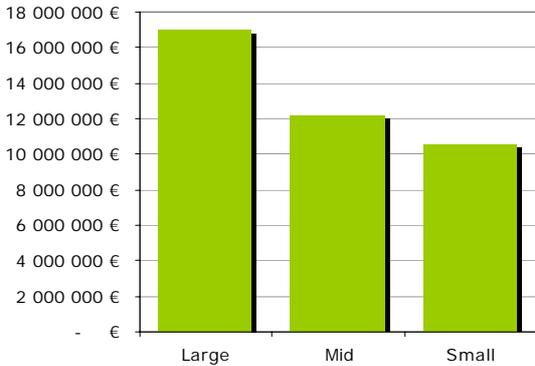
- Plus le nombre de départements impliqués est important, plus la charge de travail est conséquente :
- Impact direct : les sociétés de gestion de taille moyenne à large qui ont mené ces projets selon un mode « transverse » ont un coût global renchéri
- Ces choix d'organisation sont naturels :
 - o Au regard de la structure de la société
 - o Et du nombre de processus d'investissement à traiter

Le projet a été mené par les équipes juridiques avec une implication significative de la gestion financière :



Sur la base des estimations en temps passés par les sociétés de gestion de l'échantillon et compte tenu du coût complet donné, le coût global du prospectus (compte tenu des limites affichées ci-avant) ressort par groupe :

**Coût complet total par groupe du projet
Prospects Complet**



Ce qui représente pour la profession, un cout estimé de :

39 600 000 €

La quasi-totalité des participants de l'étude considère le mode de conduite de projet par l'AMF comme la principale cause des blocages rencontrés dans la mise en œuvre du processus:

- Variation des exigences, changements de positions ou d'interprétations au fur et à mesure de l'avancement du projet et selon les interlocuteurs
- Fragmentation des remarques : les remarques sont formulées au fil de l'eau.
- Et parfois : compétence des interlocuteurs.

La conséquence en est la multiplication des navettes de validation de prospectus entre sociétés de gestion et l'autorité de tutelle :

- En moyenne et par prospectus, 3 à 4 allers-retours sont nécessaires
- Avec une amélioration sensible en fin de période

Les records annoncés en la matière:

- 17 allers-retours pour le groupe « Large »
- 27 allers-retours pour le groupe « Moyen »

L'analyse des réponses au questionnaire des sociétés de gestion interrogées met en exergue un certain nombre de thèmes :

- **L'harmonisation différenciée:**

Les objectifs de la commission européenne pour le prospectus complet visent d'une part à apporter aux investisseurs les éléments nécessaires à un jugement sur l'OPCVM proposé et notamment sur les risques inhérents à celui-ci, et d'autre part à obtenir « une description claire et facile à comprendre du profil de risque du fonds, indépendamment des instruments dans lesquels il investit ».

Les objectifs et caractéristiques du prospectus complet sont de fournir :

1°) Une information détaillée sur l'ensemble des éléments présentés de façon résumée dans le prospectus simplifié, afin de permettre aux investisseurs qui le souhaitent d'obtenir une information complète sur la gestion mise en œuvre et les modalités de fonctionnement de l'OPCVM et de comparer les spécificités des OPCVM entre eux ;

2°) Une information précise sur les risques identifiés lors de la création de l'OPCVM ou de sa mise à jour. Le prospectus complet ne doit pas induire en erreur, que ce soit en donnant des informations erronées, ou en omettant des informations nécessaires à la compréhension de l'ensemble des règles de gestion et de fonctionnement de l'OPCVM ainsi que l'ensemble des frais supportés ;

3°) Les éléments nécessaires à la mise en œuvre de leurs diligences par le dépositaire, le commissaire aux comptes et le responsable du contrôle interne de la société de gestion de portefeuille ou de la SICAV.

- **« Trop d'information, tue l'information » :**

La différenciation française dans la structure des documents d'information s'impose-t-elle toujours à l'heure du passeport européen sur les produits ?

La multiplicité de documents et la densité de l'information ne sont ils pas des freins à une juste compréhension des caractéristiques du produit ?

- **Les choix des méthodes : constat d'un échec annoncé :**

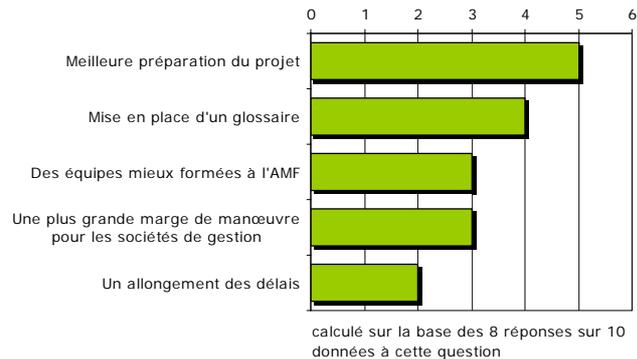
La trame type : une bonne idée, une mauvaise mise en œuvre :

L'objectif de cette trame type est de faciliter la validation par l'AMF des prospectus en standardisant les rubriques autres qu' « objectif de gestion », « stratégie d'investissement » et « profil de risque ».

En garantissant la conformité de cette trame type, la société de gestion peut se concentrer sur les rubriques spécifiques à chaque OPCVM pour l'établissement de chaque prospectus complet.

Cependant, cette trame qui devait apporter un traitement facilité dans la rédaction des prospectus n'a pas atteint les objectifs pour lesquels elle avait été initiée. Et ainsi les 10 jours en moyenne pour les sociétés moyennes et 35 jours pour les entités de grande taille passés sur cette étape n'ont pas autorisé des gains significatifs dans les phases suivantes.

Les sociétés de gestion, face à l'impossibilité de recourir pleinement à son utilisation ont mis en œuvre des procédures alternatives...



La réglementation « prospectus » constitue-t-elle une opportunité ou une perte de compétitivité pour la profession ?

- A court terme, une évidence des reports de projets
- Les contrôleurs internes et les dépositaires disposent d'un référentiel de contrôle
- Le repositionnement des équipes juridiques est une opportunité au moment de la mise en œuvre de la « conformité »
- Un contrat détaillé constitue une protection vis-à-vis de l'investisseur

En conclusion :

40 millions d'euros (au minimum),

Etait-ce le prix que la profession devait payer afin que le régulateur français prenne conscience des logiques économiques dans l'orientation de sa politique et écoute davantage les besoins d'une industrie forte de plus 30 000 professionnels ?

Longtemps, la réglementation a accompagné la profession dans son développement, sa structuration et a favorisé l'établissement d'une relation de confiance durable avec le consommateur épargnant.

Cette industrie forte et ambitieuse, qualifiée de pole d'excellence, doit faire face aujourd'hui aux défis de l'ouverture complète des marchés européens. Faciliter l'accessibilité du consommateur à une épargne plus longue nécessite une juste compréhension des risques associés. Synthétiser l'information précontractuelle était une des orientations retenue dans le cadre de la création du document particulier pour atteindre cet objectif. Le rapport relatif à la commercialisation des produits financiers de Jacques Delmas-Marsalet met en exergue dans ses recommandations cette nécessité « d'assurer une information plus pertinente sur les produits. »

Au moment où l'Europe rejoint la France sur ce thème, il ne faudrait pas que l'industrie de la gestion d'actifs française perde un de ses avantages comparatifs.

Première partie :

P

Présentation de la méthodologie

1. Périmètre

Le périmètre de l'étude est constitué de 10 sociétés de gestion établies en France, représentatives de l'Asset Management.

Ces sociétés de gestion constituent :

- un encours total supérieur à 350 milliards d'euros soit près de 30% des encours français,
- près de 1200 opcvms ouverts.

Comme l'indique le tableau ci-dessous, elles sont généralistes ou spécialisées, indépendantes ou filiales d'établissements financiers français.

Sociétés de Gestion

AXA Investment Managers

CPR Asset Management

Crédit Agricole Asset Management

Groupama Asset Management

IXIS Asset Management

ODDO Asset Management

Ofivalmo Gestion

Rothschild & Compagnie Gestion

2 sociétés entrepreneuriales dont la participation reste anonyme

2. Méthodologie

1. Cadrage et collecte des informations :

En septembre 2005, une lettre de présentation de l'étude a été adressée à plus de 80 sociétés de gestion françaises.

Dans le même temps, un questionnaire (30 questions) a été constitué et testé auprès d'une société de gestion de l'échantillon dans le but de valider sa faisabilité et sa pertinence.

Le questionnaire définitif se compose de 5 parties. Les parties 1 à 4 ont pour objectif de quantifier, par département impliqué, la charge de travail et les coûts liés à la mise en œuvre de la réglementation Prospectus Complet au sein de l'établissement.

Chacune de ces parties constitue une étape de la mise en œuvre de la réglementation depuis la définition de la procédure de conformité, jusqu'à la vie des prospectus complets (hors OPCVM dédiés) et se compose de tableaux à compléter (informations quantitatives) puis de questions complémentaires (informations qualitatives).

- Première partie : Phase préparatoire
 - o Rédaction de la procédure de conformité
 - o Etablir les familles d'opcvm par processus de gestion
 - o Etablir la trame-type des prospectus complets

- Deuxième partie : Phase opérationnelle
 - o Transformation des processus de gestion en briques de gestion
 - o Intégration des contraintes d'investissement
 - o Collecte des autres informations
 - o Assemblage, consolidation et mise en forme
 - o Transformation en prospectus simplifié
 - o Validation en interne
 - o Validation par le dépositaire

- Troisième partie : Validation des prospectus auprès de l'AMF
 - o Gestion des allers-retours

- Quatrième partie : Vie de la procédure
 - o Déclinaison sur le reste de la famille d'opcvm

Chaque étape est présentée en fonction des deux catégories de sociétés prévues par la réglementation :

- Sociétés de catégorie A : Sociétés de gestion qui gèrent au moins 25 OPCVM devant basculer au Prospectus Complet, hors OPCVM dédiés au sens de l'article 411-12 du règlement général de l'AMF.
- Sociétés de catégorie B : Autres sociétés de gestion.

La dernière partie a pour objectif de dresser un bilan et de mesurer les impacts liés à la mise en œuvre de la réglementation.

- Cinquième partie : Bilan et impacts

Dans l'objectif de déterminer un coût global du projet Prospectus Complet, il est demandé à chaque établissement :

- D'exprimer en jours/homme le temps effectif passé par chaque département sur chacune des étapes du projet
- De préciser le type d'action menée par chaque département :
 - o Exécution : Fonction de contribution, assemblage, coordination
 - o Validation : Fonction de revue critique, contrôle, validation
- D'indiquer la charge salariale annuelle et les effectifs (ETP) de chaque département impliqué
- D'indiquer le coût complet annuel de chaque département impliqué

La collecte des informations de l'étude a été réalisée sur la base d'entretiens effectués auprès de l'ensemble des sociétés de gestion consultées, d'octobre 2005 à novembre 2005.

2. Traitement de l'information :

L'objectif de cette étape est de structurer les informations recueillies en traitant spécifiquement les impacts de la réglementation « Prospectus » sur l'échantillon et sur la profession par extrapolation. Les phases suivantes ont donc été menées :

a. Calculs réalisés :

Sur la base des informations collectées auprès de chaque établissement, les résultats suivants ont pu être obtenus :

- Nombre de prospectus réalisés au 30/09/2005
- Nombre de prospectus restants à réaliser
- Nombre de jours/hommes par département et par prospectus
- Coût salarial¹ total (sur une base de 200 jours travaillés par an)
- Coût complet¹ total (sur une base de 200 jours travaillés par an)
- Coût salarial¹ moyen par prospectus
- Coût complet¹ moyen par prospectus

b. Extrapolation des résultats :

Les sociétés de l'échantillon sont classées en trois groupes en fonction de leur taille d'encours et du nombre d'opcvm :

- Large : Encours supérieurs à 50 milliards d'euros et/ou plus de 180 opcvm.
- Mid : Encours compris entre 2 et 49,9 milliards d'euros et/ou entre 20 et 179 opcvm.
- Small : Encours inférieurs à 2 milliards d'euros et/ou moins de 20 opcvm.

Les indicateurs calculés individuellement en phase précédente (phase a) sont déterminés par groupe.

Sur la base des informations disponibles (Base Geco AMF, Annuaire AFG), détermination du nombre total d'opcvm pour chacun des groupes constitués.

Sur un total de 7757 opcvm enregistrés en France à la date de réalisation des calculs :

- Le groupe « Large » représente 1569 opcvm, soit environ 20% du nombre total d'opcvm
- Le groupe « Mid » représente 2438 opcvm, soit environ 31% du nombre total d'opcvm
- Le groupe « Small » représente 3750 opcvm, soit environ 48% du nombre total d'opcvm

Cette répartition permet de déterminer le coût global (salarial et complet) pondéré pour l'ensemble de la profession.

¹ Deux établissements n'ont pas souhaité communiquer les éléments relatifs au coût financier de chaque département. Afin d'homogénéiser les résultats, une moyenne de ces éléments a été déterminé auprès d'établissements comparables de l'échantillon (Groupe) et appliquée à ces deux établissements.

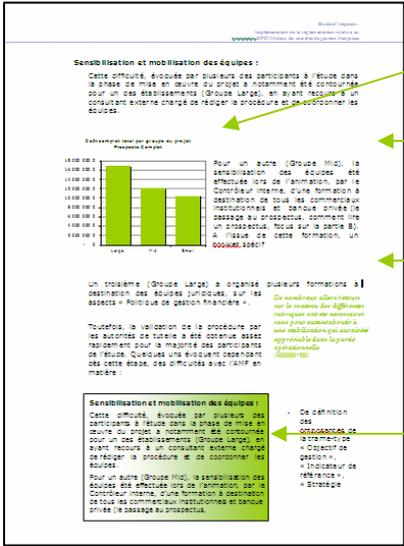
3. Limites en matière d'appréciation du coût global déterminé :

Le coût complet global présenté dans le cadre de cette étude est estimé (méthode d'extrapolation décrite ci dessus) sur la base des données collectées auprès des sociétés de gestion ayant participé à l'étude.

Ce calcul n'inclut notamment pas :

- Le coût financier lié au passage au Prospectus Complet des fonds dédiés et à la contribution des statistiques de la partie B**
- La prise en compte du coût financier et de la charge de travail supportés par les déposataires**
- La prise en compte du coût financier et de la charge de travail supportés par l'Autorité de tutelle**
- La prise en compte des coûts indirects supportés par les sociétés de gestion et liés aux lancements décalés de projets internes**

3. Guide de lecture



Eléments quantitatifs et graphiques

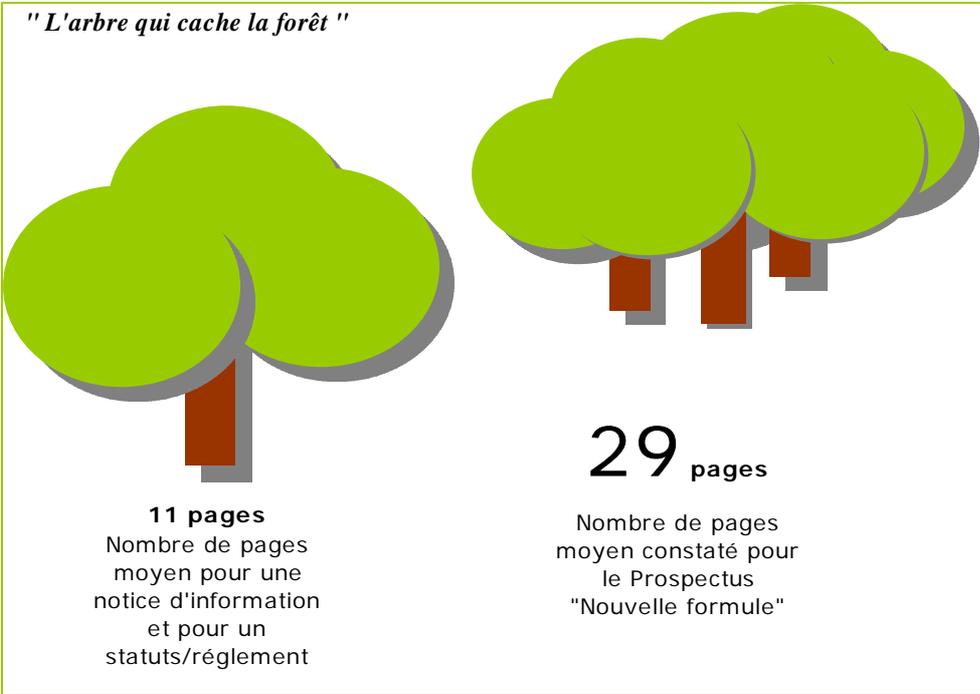
Analyse des résultats

Citations recueillies lors des entretiens

Focus sur les enjeux de la profession, remarques spécifiques, « Best Practices » ou pratiques à recommander

Deuxième partie :

Résultats de l'étude



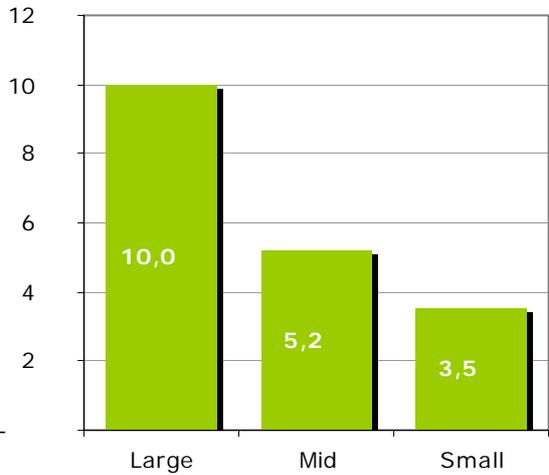
1. Le coût du projet Prospectus Complet pour la profession :

Des écarts conséquents entre catégories de sociétés.

L'extrapolation des résultats calculés sur les données obtenues auprès des sociétés de notre échantillon permet d'estimer un coût global par groupe ainsi qu'un coût global pour l'ensemble de la profession.

Ce coût global s'établit comme suit :

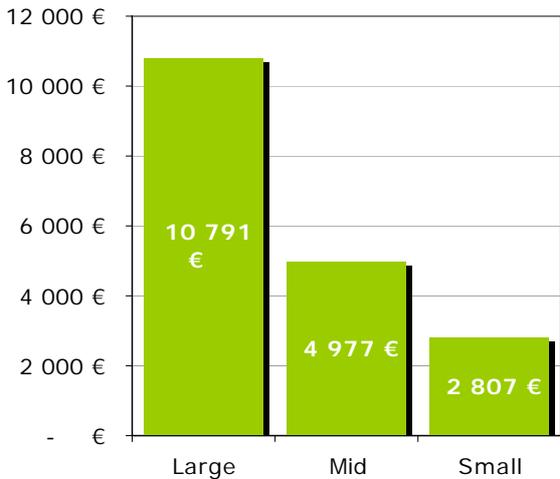
Nombre de jours/hommes moyen par prospectus complet (j/h)



Le nombre de jours/homme moyen par Prospectus Complet varie de **3,5 à 10 j/h**.

Des écarts importants sont observés au sein de chaque groupe. Ainsi, la charge de travail exprimée en jours/homme par Prospectus Complet varie de 5 à 14 au sein du groupe Large et de 4 à 7,5 au sein du groupe Mid.

Coût complet moyen par prospectus complet (€)



Le coût complet par Prospectus Complet calculé pour chacun des trois groupes reflète logiquement ces chiffres et s'établit de 2 807€ pour le groupe Small à 10 791€ pour le groupe Large.

Ces résultats font ressortir d'importantes disparités entre chaque groupe et au sein des groupes eux-mêmes. Plusieurs facteurs semblent toutefois donner un éclairage sur ces disparités :

1. Le mode de conduite de projet adopté par les entités interrogées
2. Le type de départements impliqués
3. Le niveau de granularité retenu pour la définition des familles d'opcvm
4. Le nombre d'allers et retours nécessaires à la validation des prospectus

1. Le mode de conduite de projet adopté par les entités interrogées :

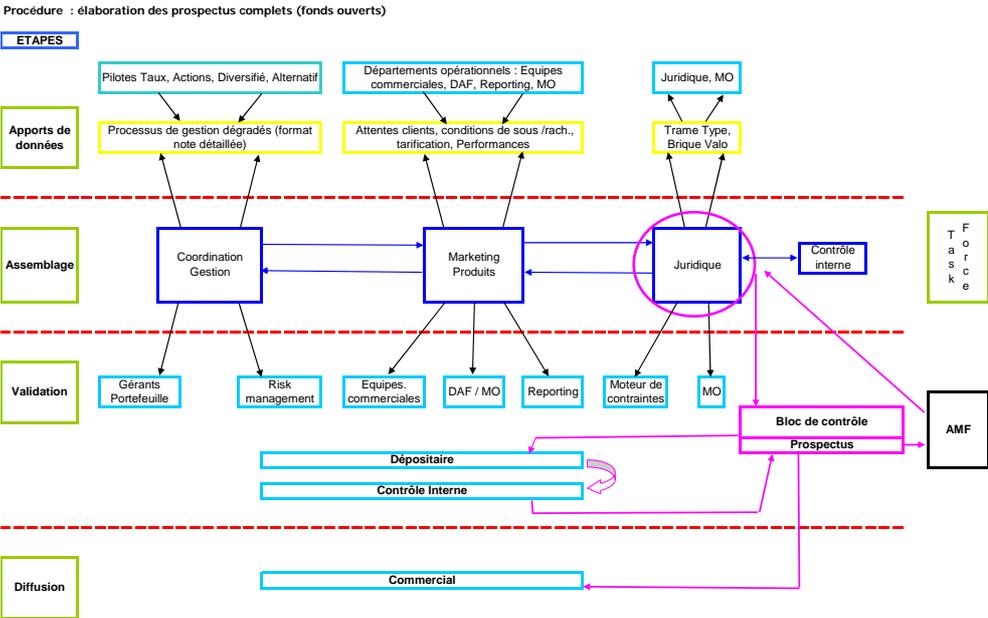
La charge de travail globale et par Prospectus complet apparaît proportionnelle au nombre de départements impliqués dans le processus de validation.

Ainsi, on constate que les sociétés des groupes Large et Mid ont mis en œuvre une conduite de projet transverse, alors que les sociétés du groupe Small ont opté pour une méthode impliquant naturellement moins de départements dans la société.

Ces choix d'organisation ne sont pas surprenants au regard :

- de la structure de chaque société (Large/Mid/Small)
- du nombre de processus d'investissement à traiter (très généralement supérieur dans une société classée « Large » plutôt que « Small »).

Exemple d'organisation transverse retenue par une société du groupe Large :



Organisation retenue par un dépositaire :

A titre de comparaison, le projet Prospectus a nécessité, chez l'un des principaux dépositaires de la place :

- L'embauche d'un consultant externe (coût estimé 100K€) sur une période d'un an, chargé de la relation clients (4 clients principaux, 450 OPCVM concernés).
- La monopolisation de l'équipe « Vie sociale/administratif », soit environ 1 temps plein sur le projet (charge salariale nette : 30 à 40 K€)

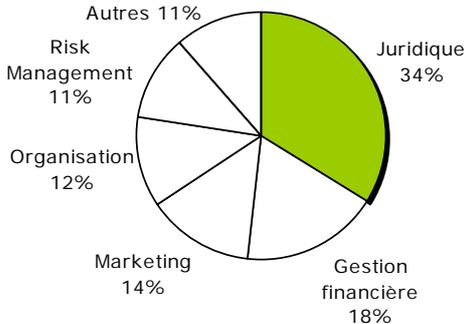
2. Le type de départements impliqués :

Un projet clairement juridique et une implication significative de la gestion financière et des autres Directions Marketing, Risk Management, Organisation, etc.)

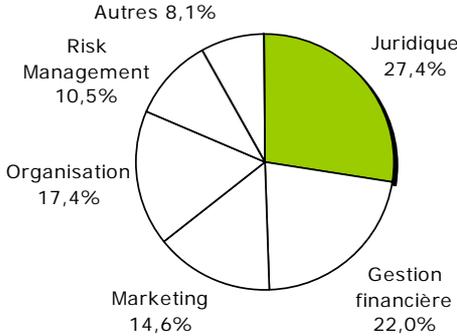
Au delà du nombre de départements impliqués, il peut être intéressant d'analyser le type de départements concernés. Leur participation n'est en effet pas neutre dans la construction du coût global du projet.

Nous présentons ici pour chaque groupe de sociétés défini, la répartition du temps passé par fonction (en % du nombre de jours total passé sur le projet) ainsi que la répartition du coût (en % du coût complet global du projet).

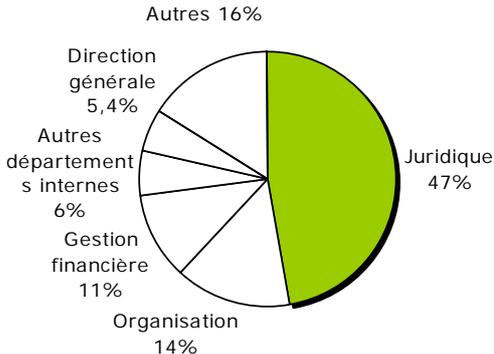
Groupe Large
Charge de travail totale répartie par fonction



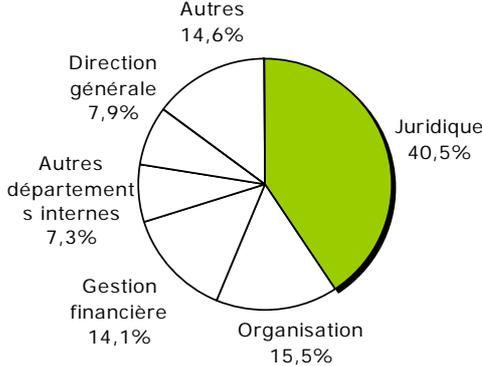
Groupe Large
Coût complet total par fonction



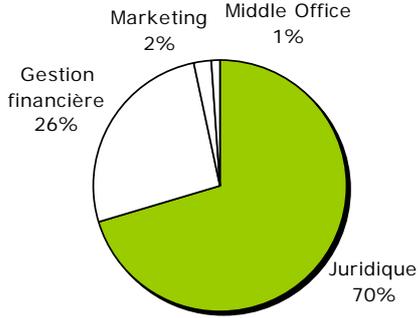
Groupe Mid
Charge de travail totale répartie par fonction



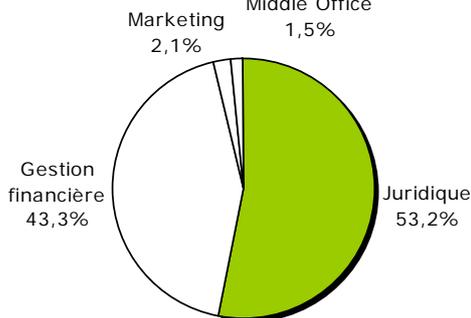
Groupe Mid
Coût complet total par fonction



Groupe Small
Charge de travail totale répartie par fonction

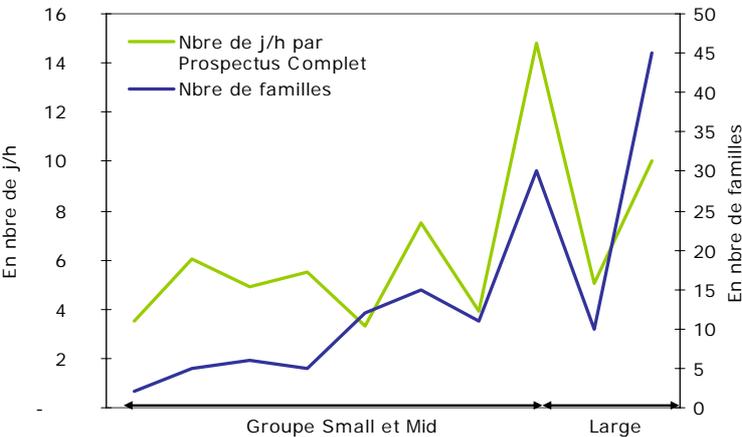


Groupe Small
Coût complet total par fonction



3. Le niveau de granularité retenu pour la définition des familles d'opcvm :

L'analyse individuelle des résultats fait apparaître une « certaine » corrélation entre le nombre de familles définies et le nombre de jours/hommes par Prospectus Complet.



4. Le nombre d'allers et retours avec l'AMF nécessaires à la validation des prospectus :

Qu'elles relèvent de l'organisation interne de chaque société ou de la relation parfois éprouvante avec les autorités de tutelles, les nombreuses « navettes de relecture et/ou de validation » organisées dans le cadre du passage au Prospectus Complet semblent peser lourdement sur le temps passé et donc sur le coût global du projet.

*Plus désagréable que chiffrable !
(GROUPE SMALL)*

Sur l'échantillon de sociétés analysées, le nombre moyen d'allers-retours par chef de famille (Méthode A) ou par prospectus (Méthode B) est compris entre 3 et 4. Les données collectées ne permettent pas de distinguer de fortes disparités au sein des trois groupes.

Le délai moyen de retour des autorités de tutelle étant de 15 jours à 1 mois.

2. Coût complet total estimé du projet Prospectus Complet :

Par extrapolation et sur la base des données collectées auprès des sociétés ayant participé à l'étude, nous pouvons estimer le coût global pour chaque groupe

Coût complet total par groupe du projet Prospectus Complet



D'après ces estimations et sous réserves des limites de la méthode de calcul présentées en première partie, le coût complet total estimé du projet pour la profession s'établit ainsi à près de :

39 600 000 €

Ce calcul n'inclut notamment pas :

- Le coût financier lié au passage au Prospectus Complet des fonds dédiés et à la contribution des statistiques de la partie B
- La prise en compte du coût financier et de la charge de travail supportés par les déposataires
- La prise en compte du coût financier et de la charge de travail supportés par l'Autorité de tutelle
- La prise en compte des coûts indirects supportés par les sociétés de gestion et liés aux lancements décalés de projets internes

A titre de comparaison, ce chiffre correspond à :

- **Un impact de 0,52% en terme de marge d'exploitation pour l'ensemble de la profession²**
- **Près de 75% des recettes globales de l'AMF en 2004³**
- **200% des contributions à l'AMF**

² Impact déterminé sur la base des chiffres présentés dans le rapport AMF du 31.12.2004 « La gestion pour compte de tiers en France ». Résultats d'exploitation : 1588,5 millions d'euros

Charges d'exploitation : 6154 millions d'euros

Marge d'exploitation avant impact du coût estimé de la réglementation Prospectus : 20,52 %

³ Recettes globales AMF en 2004 : 54,3 millions d'euros. Source Rapport annuel AMF, 31.12.2004

3. Les principaux points de blocage rencontrés :

Comme la plupart des projets, le passage au prospectus complet a pu connaître des « points de blocage » au cours de sa mise en œuvre. Ce chapitre a pour objectif de lister les problèmes rencontrés par les établissements ayant participé à l'étude et d'en identifier les causes et les conséquences.

1. Phase préparatoire :

Rédaction de la procédure de conformité - Etablissement des familles d'opcvm par processus de gestion – Etablissement de la trame-type des prospectus complets

Dans cette phase préparatoire du projet, les points de blocage identifiés par les participants relèvent pour l'essentiel, de facteurs internes :

- Compréhension et interprétation du texte initial de l'AMF : difficulté à obtenir un consensus entre les différents départements internes.
- Difficulté à faire cohabiter le projet « Prospectus » avec les autres projets en cours. Par exemple, l'une des sociétés de l'échantillon a éprouvé des difficultés à établir les familles d'opcvm dans un contexte de refonte de la gamme.
- Faible sensibilisation et mobilisation des équipes (hormis en cas de lancement d'un nouvel opcvm).

Difficulté à motiver les équipes sans réelle valeur ajoutée client.
(GROUPE MID)

Sensibilisation et mobilisation des équipes :

Cette difficulté, évoquée par plusieurs des participants à l'étude dans la phase de mise en œuvre du projet a notamment été contournée pour un des établissements (Groupe Large), en ayant recours à un consultant externe chargé de rédiger la procédure et de coordonner les équipes.

Pour un autre (Groupe Mid), la sensibilisation des équipes a été effectuée lors de l'animation, par le Contrôleur interne, d'une formation à destination de tous les commerciaux institutionnels et banque privée (le passage au prospectus, comment lire un prospectus, focus sur la partie B). A l'issue de cette formation, un booklet spécifique a été remis à chaque participant.

Un troisième (Groupe Large) a organisé plusieurs formations à destination des équipes juridiques, sur les aspects « Politique de gestion financière ».

Toutefois, la validation de la procédure par les autorités de tutelle a été obtenue assez rapidement pour la majorité des participants de l'étude. Quelques uns évoquent cependant dès cette étape, des difficultés avec l'AMF en matière :

- De définition des composantes de la trame-type « Objectif de gestion », « Indicateur de référence », « Stratégie d'investissement » et « Profil de risque »
- D'instabilité du cahier des charges et/ou des différences d'interprétations des interlocuteurs.

De nombreux allers/retours sur le contenu des différentes rubriques ont été nécessaires sans pour autant aboutir à une stabilisation qui aurait été appréciable dans la partie opérationnelle.
(GROUPE MID)

2. Phase opérationnelle :

Transformation des processus de gestion en briques de gestion, intégration des contraintes d'investissement, collecte des autres informations, assemblage, consolidation et mise en forme

Lors de la phase opérationnelle du projet, le point de blocage majeur évoqué par la quasi-totalité des participants de l'étude, concerne la gestion des ressources du projet. Elle prend plusieurs formes selon les établissements :

- Manque de coordination des équipes
- Faible implication des gérants sur les aspects rédactionnels
- Moindre mobilisation des ressources au profit de projets à plus forte valeur ajoutée
- Lourdeur du projet dans un contexte où la gestion de projet n'est pas usuelle

Bien que des causes internes soient clairement identifiées par les sociétés pour expliquer ce point de blocage...

- Un circuit de validation en interne impliquant de nombreux intervenants et qui, *in fine*, s'avère particulièrement consommateur de temps : toute modification par l'un des intervenants déclenchant un nouveau « tour de validation ».
La « batterie » a été difficile à mettre en oeuvre.
(GROUPE MID)
- Une charge de travail difficile à cadencer et à répartir dans le temps : Plusieurs sociétés ont éprouvé des difficultés liées à la nécessité d'attendre l'agrément sur les deux premiers chefs de famille, avant de pouvoir planifier le passage au prospectus des autres fonds de cette famille.
- Equipes Support sous-dimensionnées et au quotidien déjà chargé.

...les causes évoquées en plus grand nombre sont externes et majoritairement liées aux relations avec l'AMF lors de la phase de validation des prospectus.

- Nombreux ajustements de détails et/ou de terminologie réclamés par l'AMF sur les prospectus et qui ont dû être réalisés au fur et à mesure du passage de chaque famille, parfois même de façon rétroactive.
Des discussions de marchands de tapis pour une virgule.
(GROUPE MID)
- Difficultés liées au contenu des sections clés du prospectus. Les thèmes les plus fréquemment cités étant :
Courbe d'apprentissage très longue de l'AMF.
(GROUPE MID)
 - o Profil et politique de risque : 7 citations
 - o Stratégie d'investissement : 4 citations
 - o Benchmark/Indice de référence : 4 citations
 - o Frais de gestion variables : 4 citations

L'AMF n'a pas, à notre sens défini suffisamment clairement quelle politique adopter : ne faire figurer que les risques principaux ou avoir une approche exhaustive pour « protéger la société de gestion »
(GROUPE LARGE)

Enfin, la quasi-totalité des participants considère le mode de conduite du projet par l'AMF comme la principale cause des blocages rencontrés dans la mise en oeuvre du processus :

- Variation des exigences, changements de positions ou d'interprétations au fur et à mesure de l'avancement du projet et selon les interlocuteurs
 - Fragmentation des remarques : les remarques sont formulées au fil de l'eau.
 - Et parfois : compétence des interlocuteurs.
- Lors de retours AMF, il a parfois fallu que les gérants expliquent leur politique de gestion directement à notre interlocutrice. (Temps perdu car les modifications qui en ont découlé étaient marginales...)*
(GROUPE MID)

Conséquence évidente de ces problèmes : la multiplication des navettes de validation des prospectus entre les sociétés de gestion et les autorités de tutelle.

Pour l'échantillon de l'étude, 3 à 4 allers-retours (en moyenne et par prospectus) sont aujourd'hui nécessaires pour valider un chef de famille ou un prospectus. Cependant, les participants soulignent que la situation s'est nettement améliorée sur les derniers mois. En effet, des records ont été atteints dans les premières semaines du projet :

L'enfer jusqu'au 30 juin ! Mieux depuis.
(GROUPE MID)

- 17 allers-retours pour le groupe Large
- 27 allers-retours pour le groupe Mid

Troisième partie :

Analyse

1. L'harmonisation différenciée

Pourquoi autant d'effervescence à la transposition pratique d'une Directive connue depuis janvier 2002 ?

La Directive Européenne 2001/107 modifiant la Directive 85/611 dite Directive OPCVM, a pour objet de revoir le cadre actuel de l'information auprès des investisseurs. Elle introduit en complément du prospectus complet existant, un nouveau type de prospectus pour les OPCVM (dit simplifié).

« Un tel prospectus doit être conçu de sorte à être aisément compréhensible par les investisseurs et doit donc être une source d'information solide pour l'investisseur moyen. Ce prospectus doit donner des informations fondamentales sur l'OPCVM d'une façon claire, synthétique et facile à comprendre. Toutefois, l'investisseur doit toujours être informé, par une indication à cet effet dans le prospectus simplifié, que de plus amples informations sont contenues dans le prospectus complet et les rapports annuels et semestriels, lesquels peuvent être obtenus gratuitement sur simple demande. Le prospectus simplifié doit toujours être offert gratuitement aux souscripteurs avant la conclusion du contrat. Le respect de cette exigence devrait être une condition préalable suffisante pour satisfaire à l'obligation légale prévue par la présente directive de fournir des informations aux souscripteurs avant la conclusion du contrat. »

Extrait de la Directive Européenne 2001/107 du 21/01/2002

A la lecture du texte, il apparaît en première analyse que le législateur souhaite mettre à disposition de l'investisseur potentiel une information condensée mais explicite préalable au contrat.

En résumé, l'objectif est de créer une « fiche technique », la « *posologie* » permettant au client moyen de capturer une information claire et comparative parmi la population des 45000 OPCVM européens, et de pouvoir choisir en connaissance de cause.

Aux termes de ces dispositions, le prospectus complet ne subit que des évolutions marginales ; au schéma A de l'annexe n'ont été adjoints que les éléments concernant les spécificités des fonds à compartiments et bien sûr, les informations en matière d'historique de performances du fonds, du profil de l'investisseur-type et des frais à la charge du porteur (hors droits d'entrée et de sortie).

Le prospectus simplifié (schéma C) est constitué des éléments suivants :

Présentation succincte de l'OPCVM

- Date de création du fonds commun ou de la société d'investissement et indication de l'État membre dans lequel il/elle a été immatriculé(e)/constitué(e),
- Lorsqu'un OPCVM a différents compartiments d'investissement, indication de ce fait,
- Société de gestion (le cas échéant),
- Durée d'existence prévue (le cas échéant, Dépositaire, Commissaires aux comptes, Groupe financier (banque, etc.) promouvant l'OPCVM.

Informations concernant les placements

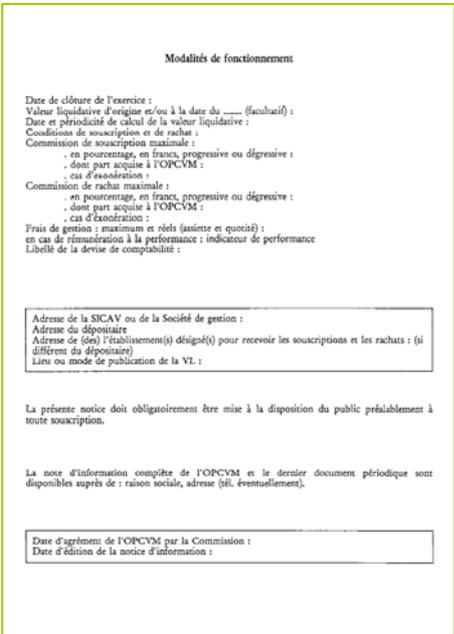
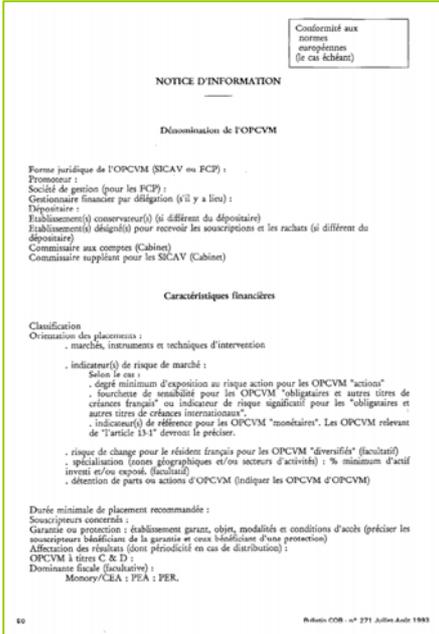
- Brève définition des objectifs de l'OPCVM,
- Stratégie d'investissement du fonds commun ou de la société d'investissement et évaluation succincte du profil de risque du fonds (comprenant, le cas échéant, les informations prévues à l'article 24 bis et par compartiment d'investissement),
- Performances historiques du fonds commun ou de la société d'investissement (le cas échéant) et avertissement précisant que cela ne constitue pas un indicateur de performance future (cette information peut être reprise dans le prospectus ou être jointe à celui-ci),

<ul style="list-style-type: none"> - Profil de l'investisseur-type pour lequel le fonds commun ou la société d'investissement a été conçu. <p>Informations d'ordre économique</p> <ul style="list-style-type: none"> - Régime fiscal, - Droits d'entrée et de sortie, - Autres frais et commissions éventuels, ventilés selon qu'ils doivent être payés par le porteur de parts ou sur les actifs du fonds commun ou de la société d'investissement. <p>Informations d'ordre commercial</p> <ul style="list-style-type: none"> - Modalités d'achat des parts, - Modalités de vente des parts, - Lorsqu'un OPCVM a différents compartiments d'investissement, indication des modalités de passage d'un compartiment à un autre et des frais prélevés à cette occasion, - Fréquence et modalités de distribution des dividendes sur les parts ou actions de l'OPCVM (le cas échéant), - Fréquence et lieu/modalités de publication ou de communication des prix. <p>Informations supplémentaires</p> <ul style="list-style-type: none"> - Déclaration indiquant que, sur demande, le prospectus complet et les rapports annuel et semestriel peuvent être obtenus gratuitement, avant ou après la conclusion du contrat, - Autorité compétente, - Désignation d'un point de contact (personne/service, moment, etc) où des explications peuvent être obtenues si nécessaire, - date de publication du prospectus. <p>Extrait de la Directive Européenne 2001/107 du 21/01/2002 : Annexe 1 schéma C - Contenu du prospectus simplifié</p>
--

La loi du 23 décembre 1988, qui transposait la Directive 85/611, adoptait l'architecture suivante en matière de document d'information :

- une notice d'information,
- complétée des statuts/règlement de la SICAV/FCP

... formant donc un équivalent au prospectus dans la terminologie Directive.



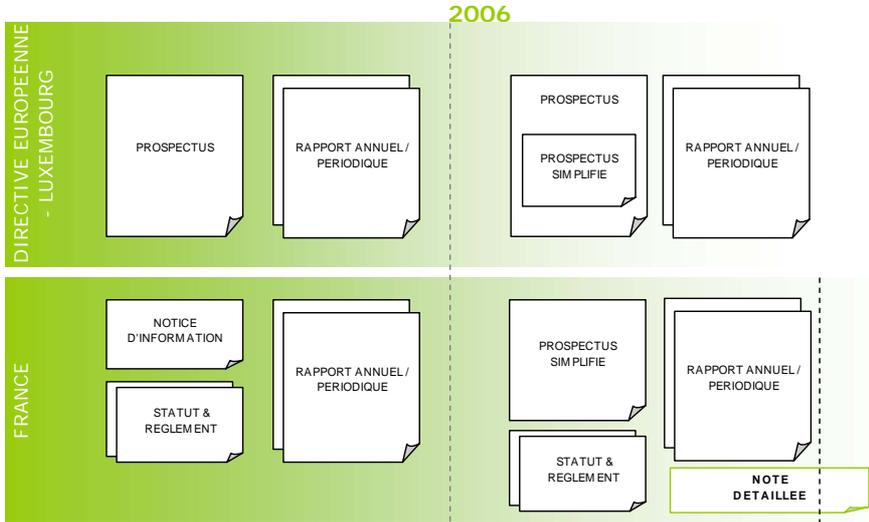
L'AMF, alors que les éléments supplémentaires se limitaient par rapport à l'existant aux éléments précédemment mentionnés :

- les spécificités des fonds à compartiments,
- les informations en matière d'historique de performances du fonds,
- du profil de l'investisseur-type et,
- des frais à la charge du porteur (hors droits d'entrée et de sortie),

*Au Luxembourg, la société de gestion définit les « investment guidelines » de l'OPCVM dans une optique plus économique et financière que réglementaire ce qui permet peut-être de mieux comprendre la gestion en elle-même du produit.
En outre, c'est ensuite de la responsabilité de la société de gestion d'avoir à informer correctement les investisseurs sans pour autant avoir rempli maintes rubriques prédéfinies et inutiles.
(GROUPE MID)*

... a revu de façon complète son architecture, par la création d'une note détaillée. Le prospectus complet est donc constitué :

- d'un prospectus simplifié (schéma C),
- d'une note détaillée,
- du règlement ou des statuts de l'OPCVM.



Sur-réglementation ?

Les objectifs de la commission européenne pour le prospectus complet visent d'une part à apporter aux investisseurs les éléments nécessaires à un jugement sur l'OPCVM proposé et notamment sur les risques inhérents à celui-ci, et d'autre part à obtenir « une description claire et facile à comprendre du profil de risque du fonds, indépendamment des instruments dans lesquels il investit ».

Il comporte au minimum les renseignements du schéma A.

A titre d'exemple, le schéma A dans son paragraphe 1.15, inchangé par rapport à la précédente Directive, demande que soit répondu aux éléments suivants :

1.15. Description des objectifs d'investissement du fonds y compris les objectifs financiers (par exemple : recherche de plus-values en capital ou de revenus), de la politique d'investissement (par exemple : spécialisation dans certains secteurs géographiques ou industriels), limites de cette politique d'investissement et indication des techniques et instruments ou des pouvoirs en matière d'emprunts susceptibles d'être utilisés dans la gestion du fonds .

Extrait de la Directive Européenne 2001/107 du 21/01/2002

Repris d'une façon strictement identique dans les textes d'application luxembourgeois, il a été transposé dans le droit français de par l'instruction AMF n° 2005-02 de la façon suivante :

3° Objectif de gestion.

Cette rubrique explique quels sont les objectifs de gestion poursuivis par l'OPCVM. Elle doit donc donner une description précise de ces objectifs, en évitant les formules générales comme, par exemple, "la valorisation du capital".

L'objectif de gestion doit être indépendant des types d'investissements en instruments financiers envisagés. Il peut être complété par la mention des principales classes d'actifs qui entreront dans la composition de l'actif de l'OPCVM ou qui seront représentatives de son exposition.

Dans le cas des OPCVM indiciels et des OPCVM à gestion indicielle étendue, cette rubrique indique clairement que l'objectif de gestion du fonds est d'obtenir la même performance que celle d'un indice, à la hausse comme à la baisse. La rubrique doit préciser le niveau de l'écart de suivi ex-post utilisé. La formulation suivante est recommandée :

"L'objectif du FCP [de la SICAV] est d'obtenir la même performance que celle de l'indice X, à la hausse comme à la baisse. La valeur du fonds restera en permanence très proche de celle de l'indice X : l'objectif d'écart de suivi maximal entre l'évolution de la valeur liquidative de l'OPCVM et celle de l'indice est de X".

Dans le cas des OPCVM indiciels ou des OPCVM à référence indicielle, les éléments permettant d'identifier cet indice doivent être mentionnés, ainsi que l'écart statistique recherché entre l'évolution de l'indice et celle de la valeur liquidative.

4° Indicateur de référence.

L'objectif de cette rubrique est de fournir un étalon auquel l'investisseur pourra comparer la performance et le risque pris par l'OPCVM. Selon l'objectif de gestion de l'OPCVM, l'information donnée à l'investisseur, et la nature des risques pris, cet étalon peut être, par exemple, un indicateur étroit ou au contraire un indice large de marché, un indice reconnu par l'AMF ou tout autre indicateur pertinent. Les éléments permettant d'identifier cet indicateur doivent être mentionnés, ainsi que ses caractéristiques. S'agissant de l'inclusion ou non des dividendes, la rubrique mentionne que "La performance de l'indicateur X [inclut / n'inclut pas] les dividendes détachés par les [actions/OPCVM] qui composent l'indicateur".

Cette rubrique doit donc comporter le nom et la description de l'indicateur de référence retenu. Si la société de gestion de portefeuille considère qu'un indicateur de référence ne peut être utilisé ou que celui-ci pourrait induire une mauvaise compréhension de la part de l'investisseur, ceci doit être mentionné et justifié dans cette rubrique.

5° Stratégie d'investissement.

L'objectif de cette rubrique est d'expliquer comment la société de gestion s'efforcera d'atteindre l'objectif de gestion affiché. Elle doit comprendre :

- a) La description des stratégies utilisées ;
- b) La description des catégories d'actifs (actions, titres de créance, instruments du marché monétaire, OPCVM et fonds d'investissement, instruments financiers à terme, acquisitions et cessions temporaires de titres, dépôts et instruments à dérivé intégré) dans lesquels l'OPCVM entend investir, leur contribution à la réalisation de l'objectif de gestion et l'articulation entre ces différentes catégories pour atteindre l'objectif de gestion ;
- c) Pour chacune des catégories d'actifs, les principales caractéristiques retenues (notamment : répartition géographique et/ou sectorielle, existence de critères relatifs à la notation, concentration sur certains types d'émetteurs - États, émetteurs privés de petite/moyenne/grande capitalisation) ;
- d) La stratégie d'utilisation des dérivés pour atteindre l'objectif de gestion :
 - couverture générale du portefeuille, de certains risques, actifs, etc.
 - reconstitution d'une exposition synthétique à des actifs, des risques
 - augmentation de l'exposition au marché et précision de l'effet de levier maximum autorisé et recherché
- e) Le cas échéant, les éléments suivants :
 - pour les fonds indiciels cette rubrique décrit les modalités de gestion mises en oeuvre par la société de gestion de portefeuille pour répliquer l'indice (notamment réplification physique, description des instruments dérivés utilisés). Dans cette rubrique, l'OPCVM précise s'il utilise ou non les ratios dérogatoires énoncés à l'article 16 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989 ;

- pour les fonds à gestion indicielle étendue, cette rubrique décrit les modalités de gestion mises en œuvre par la société de gestion pour :
 - o répliquer l'indice (réplication physique, description des instruments dérivés utilisés...);
 - o rechercher une surperformance à la marge, le cas échéant. Dans cette rubrique, l'OPCVM précise s'il utilise ou non les ratios dérogatoires énoncés à l'article 16 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989;
- la mention que le fonds investira principalement dans des actifs autres que les actions, les titres de créance et les instruments du marché monétaire;
- pour les fonds investissant dans des OPCVM non coordonnés et fonds d'investissement : la mention explicite de cette situation;
- indication du niveau d'intervention sur les dépôts s'il n'est pas accessoire;
- caractère discrétionnaire du processus de sélection;
- le fait que la gestion sera mise en œuvre selon un profil déterminé (fonds profilés). Cette mention permet d'expliquer quelle est la stratégie d'investissement retenue notamment, par type d'actif, secteur géographique.

f) Pour les OPCVM nourriciers :

- pour les nourriciers n'intervenant pas sur les marchés à terme, la rubrique "stratégie d'investissement" doit :
 - o préciser que l'OPCVM est investi en totalité dans un autre OPCVM et à titre accessoire en liquidités et préciser le nom de cet OPCVM;
 - o reprendre les rubriques "objectifs de gestion" et "stratégie d'investissement" du prospectus simplifié de l'OPCVM maître;
- pour les nourriciers intervenant sur les marchés à terme et si cette intervention n'introduit pas de décorrélation substantielle entre l'OPCVM nourricier et l'OPCVM maître, la rubrique "stratégie d'investissement" doit :
 - o préciser que l'OPCVM est investi en totalité dans un autre OPCVM et à titre accessoire en liquidités (en précisant le nom de cet OPCVM) et intervient sur les marchés à terme;
 - o reprendre la rubrique "objectifs de gestion" du prospectus simplifié de l'OPCVM maître et préciser la nature et l'impact de l'intervention sur les marchés à terme par l'OPCVM nourricier;
 - o reprendre la rubrique "stratégie d'investissement" du prospectus simplifié de l'OPCVM maître.
- pour les nourriciers intervenant sur les marchés à terme et si cette intervention introduit une décorrélation substantielle entre l'OPCVM nourricier et l'OPCVM maître, la rubrique "stratégie d'investissement" doit :
 - o préciser que l'OPCVM est investi en totalité dans un autre OPCVM et à titre accessoire en liquidités mais que l'utilisation des marchés à terme modifie de manière importante l'exposition de l'OPCVM par rapport à un simple investissement en direct dans cet autre OPCVM;
 - o préciser la nature et l'impact de l'utilisation des marchés à terme sur l'exposition de l'OPCVM nourricier en décrivant le montage financier retenu.

Afin de limiter le risque de confusion, toutes les mentions provenant du prospectus simplifié de l'OPCVM maître doivent être clairement identifiables (police différente, couleur différente, etc.).

6° Profil de risque.

L'objectif de cette rubrique est de donner une information pertinente sur les risques auxquels s'expose l'investisseur.

En préambule, l'avertissement suivant doit être mentionné : "Votre argent sera principalement investi dans des instruments financiers sélectionnés par la société de gestion. Ces instruments connaîtront les évolutions et aléas des marchés".

Elle doit ensuite présenter les principaux risques liés à l'investissement en établissant une distinction entre :

a) Les risques découlant de la classification de l'OPCVM et donc présents dans tout OPCVM de même classification;

b) les risques liés aux spécificités de la stratégie d'investissement de l'OPCVM (par exemple : risque de liquidité, concentration du portefeuille sur certains marchés, certaines classes d'actifs, présence d'un risque crédit dans les

OPCVM classés monétaires) ;

c) Les risques liés à l'utilisation d'un prime broker (par exemple, risque lié à la diminution du niveau de financement accordé par ce dernier, risque lié à la réutilisation des titres) ;

d) Pour les OPCVM indiciciels ou OPCVM à gestion indicielle étendue, les risques liés au type de réplification utilisé ;

e) Pour les OPCVM à règles d'investissement allégées, les risques liés à l'existence de règles de dispersion des risques plus souples que pour les autres OPCVM agréés ;

f) Pour les OPCVM à règles d'investissement allégées avec effet de levier relevant de la section 2 du chapitre VI du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, les risques liés à l'existence d'un effet de levier supérieur à l'effet de levier autorisé dans les autres OPCVM.

Cette rubrique doit également préciser que le détail des risques mentionnés dans cette rubrique se trouve dans la note détaillée.

7° Garantie ou protection.

La rubrique "garantie" n'est à renseigner que dans la mesure où il existe une garantie.

a) Existence d'une garantie donnée par un tiers, avec ses restrictions éventuelles ;

b) Établissement garant, objet, modalités et conditions d'accès (préciser les souscripteurs bénéficiant de la garantie et ceux bénéficiant d'une protection) ;

Instruction AMF 2005/02 du 25 janvier 2005

Il apparaît que les objectifs poursuivis par l'Autorité de tutelle française étaient sensiblement différents de ceux recherchés par la Commission (lisibilité, clarté, simplicité, investisseur moyen) :

Les objectifs et caractéristiques du prospectus complet sont de fournir :

1° Une information détaillée sur l'ensemble des éléments présentés de façon résumée dans le prospectus simplifié, afin de permettre aux investisseurs qui le souhaitent d'obtenir une **information complète** sur la gestion mise en œuvre et les modalités de fonctionnement de l'OPCVM et de comparer les spécificités des OPCVM entre eux ;

2° Une **information précise** sur les risques identifiés lors de la création de l'OPCVM ou de sa mise à jour. Le prospectus complet ne doit pas induire en erreur, que ce soit en donnant des informations erronées, ou en **omettant des informations** nécessaires à la compréhension de **l'ensemble des règles de gestion** et de fonctionnement de l'OPCVM ainsi que l'ensemble des frais supportés ;

3° **Les éléments nécessaires à la mise en œuvre de leurs diligences par le dépositaire, le commissaire aux comptes et le responsable du contrôle interne de la société de gestion de portefeuille ou de la SICAV.**

Instruction AMF 2005/02 du 25 janvier 2005 – Article 3

2. « Trop d'informations, tue l'information »

La différenciation française dans la structure des documents d'information s'impose-t-elle toujours à l'heure du passeport européen sur les produits ?

Document particulier, document général, fiche signalétique, note d'information, notice d'information et maintenant prospectus simplifié, prospectus complet, note détaillée, prospectus simplifié « sous format libre ».

En vingt ans, notre administration a su baptiser un même concept de dénominations variées, alors que dans le même temps le concurrent luxembourgeois conservait l'approche pragmatique d'utiliser les vocables similaires à ceux employés par les Directives européennes. La singularité française peut s'expliquer par la richesse de notre langue, mais ne favorise pas une communication explicite vers l'investisseur moyen qui est la cible de la Directive.

Cependant au-delà des ruptures de terminologie, la distinction entre présentation allégée des caractéristiques fondamentales du produit (document particulier, Fiche signalétique...) qui doit être remis préalablement à la souscription et la partie administrative (document général, note d'information) mise à disposition de l'investisseur, a été dictée à l'origine par la volonté affichée « d'échapper à un certain alourdissement que pourrait impliquer la Directive » (remise du prospectus complet préalablement à la souscription) (Extrait du bulletin COB n° 206 d'aout-septembre 87).

Aujourd'hui, l'harmonisation des processus en Europe est initiée par la recherche d'une plus grande efficacité et ne pas s'inscrire dans ce schéma, conduit à un désavantage comparatif.

Trop d'informations techniques et d'informations de forme en particulier pour une clientèle de particuliers « non avertis » ; ce qui présente un double inconvénient :

- *le prospectus complet peut être jugé trop complexe voire inutile. L'excès d'information noie l'information pertinente notamment lorsque le fonds est destiné aux porteurs particuliers ; ces derniers ne possédant pas de connaissances particulières sur les OPCVM (instruments financiers et style de gestion), la pertinence du détail paraît discutable.*
- *A contrario l'information principale à savoir la stratégie de gestion et les méthodes et actifs utilisés - donc l'information pertinente - n'est pas assez mise en avant ; elle est même rédigée en moins d'une page et demi dans le prospectus simplifié.*

(GROUPE LARGE)

La multiplicité de documents et la densité de l'information ne sont ils pas des freins à une juste compréhension des caractéristiques du produit ?

Les axes de recommandations du Rapport Delmas-Marsalet soulignent les actuelles difficultés des réseaux placeurs à exercer de façon optimale leurs missions.

Une documentation précontractuelle peu synthétique peut ouvrir la porte à des raccourcis commerciaux dissonants au regard de l'obligation d'information. Le conseiller doit être formé sur les produits, les instruments utilisés et sur la teneur et les obligations associées aux documents pré et contractuels français et européens. Il est vrai que d'autres produits concurrents n'ont pas à faire face à ce type de contraintes. Un tel « packaging réglementaire du produit » et la mise en exergue d'un ensemble de risques de marché et de portefeuille pouvant impacter plus ou moins la valeur de l'investissement ne rendent pas le produit OPCVM particulièrement attrayant pour l'investisseur qu'il soit profane ou non. Le niveau de détail du document ne permet une comparabilité immédiate entre produits.

« Pour les OPCVM de catégorie identique, la comparaison des prospectus implique une lecture détaillée et simultanée de documents longs et denses qui selon les rédactions peuvent être très différents. L'investisseur potentiel ne suivra pas obligatoirement cette démarche pour comparer les OPCVM. »

(GROUPE LARGE)

Plus de précision ne signifie pas automatiquement plus de clarté et donc plus de confiance.

(GROUPE LARGE)

« Complète : oui. Pertinente... »

(GROUPE LARGE)

« Information parfois trop complète pour être pertinente »

(GROUPE SMALL)

Pour un produit pharmaceutique, la posologie mentionne les indications thérapeutiques (objectifs recherchés), un résumé de la composition, les contre-indications génériques (type de profil qui ne

doit pas recourir au produit) et renvoie à une notice ou à un expert pour des explications complémentaires. Ces informations sont résumées en moins de 15 lignes et tiennent sur l'emballage. Ne convient il pas de s'inspirer de telles pratiques ?

3. Les choix des méthodes : constat d'un échec annoncé

L'actualisation de la Directive OPCVM du 20 décembre 1985 avait nécessité une mise à jour de la documentation française précontractuelle et contractuelle. La Commission des Opérations de Bourse publiait, dans son bulletin d'août-septembre 1987, les propositions en vue de la mise à jour des normes de présentation des OPCVM proposés au grand public. Ces propositions étaient le résultat d'une concertation avec la profession, organisée au sein d'un groupe de travail réunissant les représentants des autorités de tutelle, l'association professionnelle, des producteurs et distributeurs des produits. Ces recommandations étaient rendues publiques afin que la profession soit alertée des changements à réaliser et que ces dispositions puissent être ajustées le cas échéant.

Hésitation entre plus grande souplesse et formalisme rigide « Il aurait fallu plus normer »
(GROUPE MID)

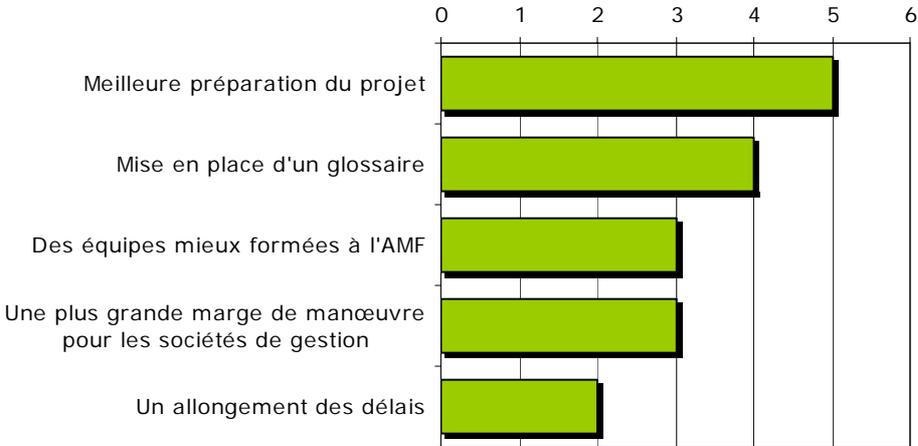
Pour des contraintes de calendrier globalement similaires, les chemins suivis pour atteindre les objectifs ne semblent pas pleinement comparables. L'étape préalable, relative à l'écoute de l'ensemble des acteurs et à la concertation, n'a pas apporté les résultats indispensables à l'efficacité d'une réglementation.

En outre, à l'objectif initial d'améliorer l'information de l'investisseur moyen potentiel en terme de lisibilité, de clarté et d'accessibilité, les autorités de tutelle y ont associé celui d'apporter au contrôleur interne de la société de gestion, au commissaire aux comptes de l'OPCVM et au contrôle dépositaire une base d'informations détaillées qui leur permettent d'effectuer leur mission.

Une réglementation moins lourde ainsi que l'allongement des délais, une certaine souplesse dans la rédaction préconisée, une préparation anticipée de l'AMF visant à améliorer l'expertise de ses agents sur le sujet sont autant d'éléments qui auraient pu permettre d'atteindre des objectifs similaires.
(GROUPE LARGE)

La poursuite de deux objectifs dissemblables pour des acteurs de nature et de qualification différentes (profane/averti, consommateur/professionnel) nécessitaient une gestion de projet affinée et des ressources en adéquation.

Les résultats de l'étude sur ce thème sont manifestes (formation des interlocuteurs AMF, positions clairement arrêtées, normalisation des rubriques...) comme le met en évidence la synthèse des réponses en matière des recommandations sur la gestion du projet.



calculé sur la base des 8 réponses sur 10 données à cette question

Les entités interrogées mettent en exergue les difficultés rencontrées par l'AMF d'une part à structurer le projet et d'autre part, à disposer des ressources adaptées à la mise en œuvre du plan de charge.

*« Manque de séniorité et d'expertise
des contacts AMF embauchés
spécialement pour ce chantier »
(GROUPE MID)*

*Hésitation entre plus grande souplesse
et formalisme rigide « Il aurait fallu
plus normer »
(GROUPE MID)*

La trame type : une bonne idée, une mauvaise mise en œuvre

Dans la procédure relative aux sociétés de catégorie A (sociétés de gestion qui gèrent plus de 25 OPCVM, hors fonds dédiés), la société de gestion doit transmettre les trames types qui serviront de base à l'établissement des prospectus complets des OPCVM des différentes familles.

Au mieux, les modèles pouvaient être envoyés avant le 29 janvier 2005 et au plus tard lors de la validation a priori du premier prospectus de la première famille utilisant la trame. Les trames peuvent être communes à plusieurs familles.

L'objectif de cette trame type est de faciliter la validation par l'AMF des prospectus en standardisant les rubriques autres qu' « objectif de gestion », « stratégie d'investissement » et « profil de risque ».

En garantissant la conformité de cette trame type, la société de gestion peut se concentrer sur les rubriques spécifiques à chaque OPCVM pour l'établissement de chaque prospectus complet.

*La trame type n'a pas permis
de tisser une toile régulière et
mécanique.
(GROUPE MID)*

*La procédure initiale a été
globalement peu modifiée et
appliquée, seule l'évolution au
cours du temps de la « doctrine
AMF » a impliqué des
ajustements dans
les « bibliothèques » à disposition
des différents services.
(GROUPE MID)*

« La trame type est constituée d'un document central et de bibliothèques venant alimenter cette trame type. La trame type représente le squelette du prospectus, et son contenu reprend les différentes rubriques et rédactions types du prospectus, conformément à l'instruction de novembre 2003 et à la foire aux questions ».

Cependant, cette trame qui devait apporter un traitement facilité dans la rédaction des prospectus n'a pas atteint les objectifs pour lesquels elle avait été initiée. Et ainsi les 10 jours en moyenne pour les sociétés moyennes et 35 jours pour les entités de grande taille passés sur cette étape n'ont pas autorisé des gains significatifs dans les phases suivantes.

Les sociétés de gestion, face à l'impossibilité de recourir pleinement à son utilisation ont mis en œuvre des procédures alternatives...

*La société de gestion a en effet mis en place une procédure pour permettre de faire évoluer sa trame type en fonction des observations de l'AMF ou des difficultés rencontrées. Ainsi une réunion hebdomadaire se tient jusqu'à la fin du chantier « prospectus »
(GROUPE LARGE)*

... ou ont complètement renoncé à l'employer soit en considérant que la rédaction de chaque prospectus complet des chefs de famille constituait un squelette type spécifique soit en utilisant le dernier modèle approuvé qui par conséquent avait le moins de chance d'être amendé par l'autorité de tutelle :

*On ne se sert pas des trames : pour un nouveau prospectus, on utilise le modèle le plus proche par famille puis « copier-coller »
(GROUPE MID)*

4. La réglementation « prospectus », opportunité ou perte de compétitivité ?

A court terme, une évidence : des reports de projets

Le volume d'activité et l'instabilité des modes opératoires ont rendu difficile la mise en œuvre parallèle de projets structurants. Certains, cependant, ont élaboré des axes d'amélioration pour leur base « produits » ou leur site internet.

La structure des sources de revenus des sociétés de gestion n'a pas connu d'évolution en dépit des obligations nouvelles en matière de transparence. Les réflexions engagées par certaines entités sur l'opportunité d'abandonner les commissions de mouvement n'ont pas été menées à leur terme. Concernant la partie « statistiques » du document et une fois les interrogations sur la mise en application de la publication des informations définitivement tranchées, les entités de gestion, pour la plupart envisagent une automatisation des flux de données accompagnée de procédures de validation.

Diffusion des prospectus :

Un acteur du groupe Large a mis en place un nouvel outil informatique dédié au prospectus permettant d'envoyer les prospectus complets sous format électronique (conformément aux « modalités d'échanges d'informations et spécifications techniques » figurant sur le site Internet de l'AMF)

- à l'AMF,
- aux prestataires de services extérieurs (dépositaire, commissaire aux comptes),
- ainsi que de permettre leur communication en interne

Les services juridiques étant les chevilles ouvrières du chantier prospectus, de nombreux projets de créations de produits ont évidemment été retardés. Pêle mêle, compte tenu de la mobilisation sur le calendrier AMF, les travaux relatifs à la refonte de la gamme, à la formalisation des contrats de service avec les prestataires, à la refonte de la documentation commerciale, à l'encadrement des relations avec les distributeurs ont été ajournés. Même la veille réglementaire a été suspendue dans certains établissements.

Les contrôleurs internes et les dépositaires disposent d'un référentiel de contrôle

Les bénéfices collatéraux immédiats se limitent à des améliorations qualitatives sur les procédures internes des sociétés de gestion.

« La rédaction des prospectus qui s'est révélé être un processus complexe et exigeant une très forte mobilisation en interne a eu peu d'impacts positifs. En effet elle a permis :

- *Une remise à plat des processus de gestion des OPCVM en conduisant à une recherche de standardisation ;*
- *Une diffusion large et complète de la nouvelle réglementation parmi les différents services ;*
- *Un renforcement de la synergie entre les différents services impliqués. »*

(Groupe Large)

Comme certains le soulignent, ce projet a motivé des réflexions en interne sur les processus d'investissement « Grand cheking des process ». Tous soulignent que la note détaillée constitue un formidable instrument de contrôle des OPCVM pour le contrôleur interne, pour le commissaire aux comptes, pour les investisseurs dans le cadre des due-diligences et bien sur pour l'AMF.

Le repositionnement des équipes juridiques est une opportunité au moment de la mise en œuvre de la « Conformité »

Point non mis en évidence via les réponses des sociétés de gestion interrogées mais qui nous apparaît comme une forte conviction d'évolution de la profession, c'est le repositionnement de la fonction juridique au sein des entités de gestion.

En tant que garants de conformité réglementaire, les départements juridiques ont mis en exergue et rappelé, par le biais de ce projet, l'importance du « réglementaire » dans la profession et la nécessité de disposer d'équipes expertes.

Cela fait sens au moment de l'émergence des thèmes relatifs à la gestion de la « Conformité » et du rôle central que doit jouer la veille réglementaire dans le dispositif à activer. Complémentairement, les départements juridiques ont démontré leur capacité à mener à bien un projet de société.

Un contrat détaillé constitue une protection vis-à-vis de l'investisseur

A la lumière des jurisprudences sur le non respect de l'obligation d'information et de conseil, le prospectus peut-il constituer une sauvegarde pour le réseau placeur, le producteur et l'AMF ?

Même si un argument du défendeur de l'établissement bancaire dans un jugement récent sur l'obligation de conseil était de spécifier que la documentation fournie au client avait été agréée par l'autorité de tutelle, cette logique n'a pas été jugée recevable car la vente s'était effectuée sur la base de la documentation commerciale.

L'énoncé détaillé de l'exhaustivité des risques de portefeuille et de marché constitue sans conteste un élément de l'obligation de conseil : le « savoir guider » (avertir et mettre en garde le client) et peut être considéré comme une protection supplémentaire.

« Les prospectus constituent une sauvegarde sur les risques »

(Groupe Large)

« L'Autorité de tutelle cherche dans le prospectus une couverture juridique »

(Groupe Large)

Prospectus et délocalisation

Dans le cadre des réponses au Livre Vert sur la gestion d'actifs, le Luxembourg évoquait la nécessité de « favoriser la consolidation des OPCVM en Europe ».

Les établissements implantés sur les deux capitales européennes de la gestion d'actifs ont noté les différences d'approche claires entre les autorités de tutelle. La vision « business » luxembourgeoise s'avère plus attrayante que la vision « réglementaire » pratiquée à Paris et pourrait séduire au moment des réflexions sur l'élargissement du passeport européen.

Le « Boston européen » pourrait alors être plus septentrional.

« La procédure imposée par l'AMF est plus contraignante que celles mises en œuvre dans les autres pays de l'UE aussi bien pour les informations statiques que pour les informations dynamiques du prospectus. En effet, les interprétations que fait l'AMF de la Directive sont plus restrictives que celle d'autres régulateurs, et l'AMF exige que ces interprétations soient écrites dans les prospectus. Les prospectus français manquent de souplesse et de clarté. »

(Groupe Large)

Conclusion

40 millions d'euros (au minimum),

Etait-ce le prix que la profession devait payer afin que le régulateur français prenne conscience des logiques économiques dans l'orientation de sa politique et écoute davantage les besoins d'une industrie forte de plus 30 000 professionnels ?

Longtemps, la réglementation a accompagné la profession dans son développement, sa structuration et a favorisé l'établissement d'une relation de confiance durable avec le consommateur épargnant.

Cette industrie forte et ambitieuse, qualifiée de pôle d'excellence, doit faire face aujourd'hui aux défis de l'ouverture complète des marchés européens. Faciliter l'accessibilité du consommateur à une épargne plus longue nécessite une juste compréhension des risques associés. Synthétiser l'information précontractuelle était une des orientations retenue dans le cadre de la création du document particulier pour atteindre cet objectif. Le rapport relatif à la commercialisation des produits financiers de Jacques Delmas-Marsalet met en exergue dans ses recommandations cette nécessité « d'assurer une information plus pertinente sur les produits. »

Au moment où l'Europe rejoint la France sur ce thème, il ne faudrait pas que l'industrie de la gestion d'actifs française perde un de ses avantages comparatifs.

Contacts

AFG - Association Française de la Gestion financière,

31, rue de Miromesnil - 75008 Paris
Tel : 33 (0)1 44 94 94 00
Fax: 33 (0)1 42 65 16 31

Deloitte ERS - Investment Management Services

185, av. Charles-de-Gaulle
92524 Neuilly-sur-Seine Cedex

Pascal KOENIG, Associé

Responsable des activités Investment Management Services

Tel : 33 (0)1 55 61 66 67

pkoenig@deloitte.fr

Thomas LOUVEL, Manager

Investment Management Services (IMS)

Tel : 33 (0)1 40 88 86 16

tlouvel@deloitte.fr