



Monsieur Michel **PRADA**  
**Président**  
Autorité des Marchés Financiers  
17, Place de la Bourse  
75082 Paris Cedex 02

PB/AP .n°2160-Div

Paris, le 5 octobre 2006

Monsieur le Président,

Nous avons le plaisir de vous transmettre la réponse de l'AFG à la consultation lancée fin mai par l'AMF « *Pour une meilleure régulation* ».

Nous nous félicitons d'autant plus de votre initiative qu'il s'agit – comme vous le savez – d'une demande forte de la profession, déjà exprimée dans un courrier que nous vous avons adressé le 6 mai 2004, évoquant la pesanteur croissante de la régulation et les handicaps qu'elle fait peser sur nos entreprises dans un contexte de concurrence internationale intense.

Outre l'intérêt de ce travail de réflexion approfondie, nous tenons à saluer tout particulièrement la volonté que vous exprimez « *d'accompagner la Place dans son développement* ».

1/ Nous souhaitons donc, à nouveau, vous faire part des **grandes orientations** qui doivent contribuer, selon l'AFG et ses adhérents, à bâtir un modèle de régulation conciliant sécurité, compétitivité et innovation :

- S'il est indéniable que la protection de l'épargne est un élément de confiance et de crédibilité, condition du développement de l'industrie financière, ce concept ne saurait toutefois être étendu à l'infini sauf à **déresponsabiliser chacun des acteurs**, bridant leur dynamisme et *in fine* appauvrissant les perspectives offertes aux épargnants. Il nous semble donc indispensable d'en préciser le contenu et les limites à l'occasion d'une réflexion à mener en commun.

- Il faut traduire dans les faits le principe de **subsidiarité**. D'une part, l'échelon communautaire étant le niveau approprié pour permettre le développement du marché financier européen, une **surenchère régulatrice nationale** ne peut qu'être contraire à cet objectif, coûteuse et donc favorisant les phénomènes de délocalisation. Elle conduirait à affaiblir la position du régulateur national dans le concert européen. D'autre part, il convient de laisser le plus large champ possible aux **mécanismes d'auto-régulation**, notamment en reconnaissant davantage l'action déontologique menée par les professionnels.

- L'efficacité et la sécurité juridique nécessitent de renforcer, comme vous l'avez vous-même rappelé, la **lisibilité et le professionnalisme** de l'action du régulateur. De ce point de vue, un **réexamen de l'ensemble du corpus de règles existantes**, un recours systématique aux **études préalables d'impact** et une **définition claire de la doctrine de l'AMF** ainsi que son application stable dans le temps et homogène entre les cas individuels sont les chantiers qu'il nous semble urgent de mettre en œuvre.

- Dans ce cadre, il est également urgent de porter une attention forte au **coût de la surcharge administrative de la réglementation, en particulier pour les sociétés de gestion entrepreneuriales** dont le dynamisme contribue, avec les plus grandes structures filiales de banques ou d'assurances, à faire de l'industrie française de la gestion un des leaders mondiaux, reposant sur un modèle unique en dehors du monde anglo-saxon.

2/ Quant à la **méthode à suivre**, sans nier l'intérêt que peut avoir l'AMF à recueillir directement l'expérience de terrain des sociétés de gestion, il convient de rappeler le **rôle indispensable des associations professionnelles** pour garantir une analyse en profondeur et en amont des sujets à traiter, puis permettre une mobilisation effective de l'ensemble de la profession.

L'AFG considère que si la technique de la consultation publique constitue une amélioration, elle ne saurait se suffire à elle-même pour traiter efficacement des problématiques évoquées ci-dessus : leur analyse, leur traitement puis l'appropriation par la profession des solutions définies ne peuvent s'effectuer qu'en partenariat avec notre association.

A cet égard, sur un plan pratique, nous estimons que la directive MIF qui pourrait offrir toutes les tentations d'une transposition pointilleuse et donc coûteuse, doit au contraire constituer une opportunité pour commencer à mettre concrètement en œuvre cette « meilleure régulation ».

3/ Enfin, la régulation n'est pas seulement affaire de normes, elle est aussi une **question d'état d'esprit** et d'ouverture sur la réalité du métier des professionnels. Intégrer dans la conception même de la régulation le développement de cet écosystème que constituent la gestion et les métiers associés ne peut que favoriser le dynamisme de l'industrie française et en souligner l'exemplarité en Europe. C'est un des gages de la promotion à l'international de l'industrie française de la gestion et de son modèle de développement reposant sur un équilibre entre innovation et sécurité.

\*  
\*      \*

Nous savons qu'avec le Collège et le Secrétaire général de l'AMF, vous partagez l'essentiel des orientations et des ambitions que nous développons dans le document joint. Vous pouvez compter sur l'implication totale de l'AFG et sur notre engagement personnel pour les traduire, au plus vite, dans les faits.

Pierre Bollon  
Délégué Général

Alain Leclair  
Président

*Copie : M. Gérard RAMEIX – Secrétaire Général de l'AMF*

## ***Consultation de l'AMF pour une meilleure régulation : commentaires détaillés de l'AFG***

**L'Association Française de la Gestion financière** se réjouit que l'Autorité des Marchés Financiers ait décidé de placer, dès janvier, l'année en cours « sous le signe d'une meilleure régulation » et ait choisi d'interroger officiellement la place en publiant avant l'été un document de consultation d'excellente facture qui a le mérite<sup>1</sup> de poser clairement le débat et d'esquisser certaines pistes prometteuses d'évolution.

Notre profession salue d'autant plus cette initiative qu'elle l'avait elle-même appelée de ses vœux avec force et constance.

C'est ainsi qu'elle avait notamment attiré l'attention du régulateur par une note du 6 mai 2004 sur les risques que faisaient – et font toujours – peser sur notre profession et sur ses clients le poids croissant de notre réglementation et de ses conditions d'application (*cf.* avant-réponse n°1). Consciente de la nécessité d'« objectiver » ce cri d'alarme et de proposer les voies et moyens d'une action correctrice, elle a mis en place en 2005 un « Observatoire de la régulation » dont les deux premières productions, le rapport de décembre 2005 analysant « l'impact de la réglementation et de son application pratique sur les métiers de la gestion » (*cf.* avant-réponse n°2) et l'étude d'impacts – réalisée par Deloitte – « implémentation de la réglementation relative au prospectus OPCVM dans les sociétés de gestion françaises » (janvier 2006, *cf.* avant-réponse n°3) ont été communiquées à l'Autorité et discutées avec ses services. Ces documents ont également servi de base aux rencontres, dont la régularité devra encore être améliorée, entre les instances de gouvernance de l'association et celles de l'Autorité<sup>2</sup>.

Nous nous sommes ainsi d'ores et déjà clairement exprimés sur nombre de questions que pose le document de consultation et les trois documents mentionnés – joints en annexe – peuvent être considérés comme formant par avance notre réponse. Les développements suivants doivent donc être lus en complément de ceux-ci.

Les uns et les autres doivent à notre sens être conçus comme **appelant à un véritable partenariat à établir entre l'AMF et les métiers qu'elle a pour mission de « réguler »**. Nous sommes, pour notre part, prêts à relever ce défi et pleinement disponibles pour un travail constructif commun, portant sur les normes elles-mêmes, sur l'adaptation de leur mode d'élaboration et sur leurs conditions concrètes de mise en œuvre.

---

<sup>1</sup> Ce document n'échappe cependant pas complètement dans la partie « bilan » à une certaine forme d'auto-satisfaction, les réformes positives des années récentes dans le domaine de la gestion découlant principalement de la transposition de textes européens ou de textes législatifs suscités par la profession elle-même.

<sup>2</sup> Soulignons à cet égard que nous avons toujours pu être, lorsque nous l'avons demandé, reçus et écoutés –si ce n'est forcément entendus– par le Président, le Secrétaire général et plus généralement par l'équipe dirigeante de l'AMF, ce qui ne préjuge pas de notre opinion critique exprimée ci-après sur l'organisation et le fonctionnement des commissions consultatives et de certains « groupes de travail » et de notre souhait d'être à même de pouvoir expliquer nos positions au Collège lui-même.

## Vos questions, nos réponses

### I – LE BILAN GLOBAL

#### **I.1 – Comment avez-vous perçu les évolutions passées rappelées ci-dessus ? Vous paraissent-elles avoir amélioré notre régulation ? Dans quelle mesure doivent-elles être poursuivies ?**

La perception qu'ont les sociétés de gestion de ces évolutions ne correspond malheureusement que très partiellement à la description faite par le document de consultation.

Il est certes indéniable que notre réglementation a évolué positivement, au cours des sept ou huit dernières années, sur bien des points. En matière d'OPCVM notamment, la liste des avancées est longue : OPCVM maître-nourriciers, à compartiments, à classes de parts et d'actions, à procédure puis à règles d'investissement allégées, contractuels, éligibilité des dérivés de crédit, etc.

Trois forts bémols, cependant.

Premièrement, nombre de ces évolutions consistent en réalité à rattraper le retard réglementaire accumulé précédemment par rapport à d'autres places plus attractives.

Deuxièmement, elles résultent souvent d'amendements non soutenus *ex ante* par le régulateur.

Troisièmement, leur mise en œuvre a été fréquemment laborieuse et les textes d'application bardés de mesures restrictives (non éligibilité des ECP, non couverture des classes de parts,...) ou d'obligations nouvelles dont le rapport AFG de décembre 2005 dresse une liste non exhaustive. Il en est résulté que les acteurs n'ont pas pu tirer tous les bénéfices, pour eux et leurs clients, de ces innovations, sauf à délocaliser la domiciliation de leurs fonds.

Quant aux progrès importants qui ont été réalisés en matière d'épargne salariale, d'épargne retraite, de capital investissement et bientôt espérons-le d'immobilier, on pourrait difficilement prétendre qu'ils ont été impulsés par le régulateur.

Enfin, *last but not least*, l'opération « prospectus simplifié » est l'exemple même d'une réglementation extrêmement coûteuse et contreproductive, comme le rapport Delmas-Marsalet l'a souligné à juste titre.

En matière d'exercice global de notre métier et singulièrement de gestion sous mandat, notre profession estime que ces dernières années, loin de marquer des progrès, ont vu un alourdissement continu, injustifié et néfaste du poids de la réglementation, de son coût et de ses conditions d'application. Pour nombre de nos membres, c'est l'avenir même de notre profession sur notre place qui est désormais en question.

## **I.2 Quel est votre jugement sur l'exercice global de ses missions par l'AMF (protection de l'épargne, bonne information des investisseurs, bon fonctionnement et intégrité des marchés) depuis deux ans ?**

Nous sommes naturellement extrêmement attachés à ce que notre métier dispose d'une réglementation solide et de contrôles efficaces, supports de la confiance que ses clients accordent à son professionnalisme. Aussi n'appelons nous pas de nos vœux une AMF faible ou une réglementation laxiste. Il est aussi évident que l'Autorité – son Collège comme ses agents – s'efforce de son mieux et avec la plus extrême probité d'inscrire son action dans le cadre des missions qui lui sont confiées par le législateur.

Si le résultat n'est pas à la hauteur du travail fourni avec une si grande conscience professionnelle, c'est en bonne partie, à notre sens, pour deux raisons complémentaires :

- tout d'abord parce que **le concept de « protection de l'épargne » est en réalité trop extensif pour ne pas produire des effets pervers**. Prenons-en deux exemples. 1/ Il conduit en pratique à restreindre l'accès des épargnants les plus modestes à des produits novateurs, perçus comme non souhaitables parce qu'ils seraient (ce qui reste d'ailleurs à démontrer) risqués (alors que risque et performance vont souvent de pair). 2/ Il entraîne les agents de l'Autorité à développer sans même qu'ils en aient toujours pleinement conscience une attitude inquisitrice : « En quoi ce fonds dont vous demandez l'agrément sera-t-il utile à vos clients ? » et les conduit à multiplier les demandes de renseignements complémentaires. Une réflexion approfondie sur ce que signifie vraiment « protéger » l'épargne est donc à notre sens indispensable ;
- ensuite, parce que l'attitude du régulateur est biaisée par sa **faible prise en compte à ce jour de l'impératif de compétitivité de notre place et de ses acteurs**. Le message du Président Michel Prada qui ouvre le document en consultation montre, et nous nous en réjouissons, qu'il a bien - comme le Collège et le Secrétaire général et de façon croissante l'équipe dirigeante de l'Autorité - conscience qu'il s'agit là d'un sujet essentiel. Il faut que cette dynamique « gagnant-gagnant » soit mise véritablement en place, des exemples très récents montrant encore que, même sur le plan réglementaire, la tentation d'un perfectionnisme (« gold plating ») montrant l'exemple aux autres régulateurs qui ne sont pas toujours aussi zélés est encore vivace. L'AMF devra également intensifier son action pour lever les obstacles posés par les autres autorités locales – européennes ou non – à la commercialisation des produits et services de gestion français et appuyer les initiatives des professionnels tels que la mise en place de référentiels OPCVM.

Si l'industrie nationale a besoin d'un régulateur national efficace, celui-ci doit aussi pouvoir s'appuyer sur une industrie forte pour exercer son influence à l'international.

Nous sommes prêts, naturellement, à accompagner la nécessaire réflexion sur ces deux points essentiels, qui n'épuisent évidemment pas le champ ouvert par la question posée.

## II – L’INVESTISSEUR AU CENTRE DE LA REGULATION

Deux prismes essentiels de l’action de l’AMF devraient à notre sens faire l’objet d’un examen critique :

- **le principe selon lequel il faudrait privilégier une information exhaustive obligatoire et normée de l’investisseur.** Le prospectus « nouveau » est l’archétype de ce qu’il faut éviter : imposer aux acteurs une réforme extrêmement coûteuse, aboutissant à une information surabondante. Il faut, au contraire, que le client dispose d’une information concise et compréhensible lui permettant de décider, avec l’aide le cas échéant de conseils, en toute connaissance de cause<sup>3</sup>.
- **le principe selon lequel produit (ou service) complexe = risqué = réservé à des privilégiés.** Une des raisons d’être de notre profession est en effet de permettre l’accès du plus grand nombre à des techniques de gestion innovantes<sup>4</sup> permettant à chacun de moduler sa stratégie de placement en fonction du rendement souhaité et du risque accepté. Le tropisme « anti-risque » est en effet néfaste en ce qu’il incite à une prise de risque symétrique, celle du sous-rendement (c’est le phénomène de « mal épargne »). Il est en tout état de cause inefficace en économie ouverte. Il participe, enfin, au financement non équilibré de notre développement économique, bridant la croissance et l’emploi.

Pour être lisible, l’information fournie aux investisseurs doit avant tout être claire et pertinente en fonction du type de clientèle visé. S’agissant de la clientèle professionnelle/avertie, il revient aux parties elles-mêmes de déterminer, en économie de marché, leurs modes de relation. S’agissant de la clientèle « retail », il est difficile de considérer qu’un document de plus de deux pages, relativement aéré et structuré, permette à l’investisseur de comprendre et de comparer aisément les différents produits qui lui sont proposés. La **mise en place d’un véritable prospectus simplifié unique au niveau européen** devrait être l’une des priorités de l’action du régulateur, comme la recherche d’un « level playing field » entre les différents produits et services d’épargne.

L’AFG est réservée sur la mise en place d’outils d’auto-évaluation : ces outils seraient d’un intérêt limité s’ils étaient utilisés seulement par le client, car l’entretien entre le client et le professionnel doit rester le moment privilégié pour évaluer les connaissances et les compétences du client. De même, la mise en place d’outils de comparaison de produits financiers nous semble techniquement difficile (hétérogénéité du format et du contenu des prospectus...) et surtout imparfait pour répondre au besoin d’information ciblée du client.

Par ailleurs, l’AFG est prête à participer, en l’alimentant en contenus, aux travaux de l’Institut pour l’éducation financière du public, créé à l’initiative de l’AMF en avril dernier à la suite des recommandations d’un groupe de place.

---

<sup>3</sup> Concernant les fonds à formule, produits dont le montage est souvent complexe, mais non risqués lorsqu’ils bénéficient d’une garantie en capital, la complexité des informations devant figurer dans le prospectus simplifié rend ce document très élitiste, réservé aux seuls investisseurs capable de comprendre les multiples graphiques et tableaux d’hypothèses y figurant.

<sup>4</sup> Qui sont, de plus, l’une des principales forces de notre place, devant bientôt être reconnue par la mise en place en Ile-de-France du pôle de compétitivité finance et gestion innovante.

### III – DES METHODES DE CONTROLE ADAPTEES ET EFFICACES

Nous sommes prêts à explorer avec l'AMF l'ensemble des voies et moyens permettant un **allègement des contrôles *a priori***. Deux voies pourront s'avérer fructueuses :

- La première est le **réexamen de la pertinence des informations aujourd'hui demandées pour obtenir l'agrément** des entreprises de gestion comme des OPCVM. Le sentiment général est, en effet, qu'elles se sont fortement accrues au fil des ans par sédimentation et que nombre d'entre elles conduisent aujourd'hui les agents de l'AMF à se muer – au risque parfois de tangenter la gestion de fait – en juges de l'opportunité de l'offre voire en contrôleurs des prix plus qu'en garants de la conformité à une réglementation par ailleurs désormais difficile à appréhender dans sa quantité et sa complexité. Sur ce plan, il conviendra de rendre la « doctrine » lisible et de permettre à notre profession de participer à son élaboration. Des « **Comités de doctrine** » intégrant notre profession pourraient s'y atteler.
- La seconde est en effet le **recours à des méthodes de « *fast track* »** fondées par exemple sur le recours à des échantillonnages *a priori*, suivi de contrôles *a posteriori*. Le malheureux précédent du prospectus nouveau montre cependant à la fois la possibilité, notamment par la détermination de familles de produits, mais aussi les dangers d'une telle méthode appliquée sur la base d'exigences inadaptées. Une concertation étroite avec la profession – et non seulement avec une « *task force* » composée par le régulateur lui-même – sera nécessaire pour assurer le succès de cette initiative. Les risques juridiques devront, dans ce cadre, être examinés avec soin, comme la conformité avec les règles européennes. Les règles devront être publiques et claires et les contrôles adaptés aux risques et aux types de produits/services concernés.

Les professionnels souffrent aujourd'hui d'une grande hétérogénéité des contrôles et les estiment trop fréquemment fondés sur une présomption de culpabilité, renversant la charge de la preuve. Un **manuel interne de « *best practices* »** pourrait être développé par l'AMF, des procédures normées mises en place et la **formation des agents concernés** très fortement développée.

La mesure de l'impact et des progrès réalisés pourrait se fonder sur la mise en place d'indicateurs régulièrement suivis, qu'ils soient quantitatifs (délai moyen d'autorisation d'un OPCVM ou d'autorisation d'une société de gestion, par exemple) ou qualitatifs, par le recours à des études de satisfaction.



## IV – L’EQUILIBRE ENTRE LES PRINCIPES ET LES REGLES

Le recours à un *corpus* de règles détaillé – aujourd’hui prédominant – a indéniablement certains avantages, le principal étant d’offrir aux professionnels une relative sécurité juridique opérationnelle. En revanche, la grande diversité des situations et la rapidité de l’innovation conduisent inévitablement, on le constate chaque jour, à des arbitrages impossibles entre la nécessité de stabilité et l’impératif d’adaptabilité. Il en résulte des tensions plus ou moins bien maîtrisées entre le régulateur et la profession, soucieuse d’adapter rapidement son offre dans un univers concurrentiel ouvert. Surtout nos membres, et particulièrement ceux de taille petite ou moyenne, ont l’impression de ne plus pouvoir arriver à assimiler la prolifération des règles qui leur sont applicables – règles édictées dans différents types de normes (décrets, arrêtés, règlement général, recommandations, positions, simples articles...) à la portée juridique parfois incertaine, ce qui est facteur d’insécurité juridique pour les opérateurs voire pour les services de l’AMF. On a donc largement atteint les limites du système, ne serait-ce que parce que le choix a été fait, lors de la mise en place du règlement général AMF, de compiler les règles existantes sans les passer au crible.

Nous pensons donc qu’il convient de travailler à un sérieux allègement du *corpus* de règles détaillées qui se sont accumulées au fil du temps et ont récemment proliféré.

Dans cette optique, une bonne méthode constituerait à notre sens en un **réexamen systématique de l’existant, chaque règle étant jugée, dans le cadre d’un diagnostic partagé, à l’aune du principe supérieur qui la sous-tend.**

Les nombreux cas de sur-réglementation et de non respect de la hiérarchie des normes, voire de contradictions, relevés dans notre rapport de décembre 2005 ne sont en effet malheureusement pas exhaustifs. Il faudra donc viser un retour aux principes et n’accompagner ceux-ci de règles précises qu’à bon escient.

L’expérience prouve en effet qu’il est difficile de se tenir à des principes, surtout dans un métier marqué – ce n’est pas une spécificité de notre pays même si cette pratique y est appliquée avec un zèle particulier – par l’autorisation *a priori* des produits et par la réglementation des acteurs eux-mêmes. Le risque est dès lors important que se constitue, sauf à accepter de nombreuses inégalités de traitement et l’instabilité des pratiques, un corps de doctrine opaque.

L’AMF devra donc **veiller à ce que ne se développe pas une « doctrine » interne, non discutée avec les professionnels, non formalisée et non cohérente** dans son application par les services de l’AMF aux cas individuels : nous sommes prêts, pour notre part, à participer à un « Comité de doctrine », à instituer. Une fois cette doctrine ainsi établie en étroite concertation avec les associations professionnelles, il conviendra ensuite de la communiquer de manière exhaustive à l’ensemble des professionnels.

Enfin, la profession, qui s'est dotée depuis près de dix ans d'un *corpus* déontologique développé et ambitieux, regrette fortement l'évolution récente, qui a, notamment à l'occasion de la mise en place du RGAMF, conduit à ce que nombre de ses dispositions soient reprises dans des textes de nature réglementaire. Si nous sommes, quant à nous, prêts à **poursuivre notre action d'autorégulation, encore faut-il qu'elle ne serve pas d'antichambre à la réglementation.**

## V – LE ROLE DE « GENDARME » DE L'AMF

Il s'agit à notre sens d'une question qui mérite que soit menée, dans un cadre *ad hoc*, une **réflexion très approfondie**, à laquelle nous souhaiterons bien sûr participer.

Le système actuel ne donne, à l'évidence, pas satisfaction. L'impression dominante est que l'appréciation par les services des éléments qu'ils constatent<sup>5</sup> et la qualification qu'ils en donnent dans la notification de griefs, ainsi que par suite – en dépit du travail exemplaire des membres de la Commission des sanctions – les sanctions elles-mêmes ne sont pas proportionnées à la gravité des infractions et/ou aux préjudices subis, le cas échéant, par les clients. Cela est d'autant plus mal ressenti (*cf.* III) que le *corpus* de règles est aujourd'hui peu cohérent et, en tout état de cause, si complexe qu'aucune société de gestion ne se sent à l'abri d'une procédure.

Plusieurs adhérents, y compris ceux envers qui aucune procédure de sanction n'a été finalement engagée, nous disent avoir eu le sentiment d'être traités par les services concernés comme des « délinquants » *a priori* à qui il incombe de prouver leur innocence et d'avoir subi de ce fait des préjudices réputationnels importants. Ces enquêtes dont beaucoup s'avèrent sans suite, entraînent le plus souvent de graves perturbations dans l'exercice de leur métier, surtout dans les sociétés de taille petite et moyenne. Quant au niveau de compétence des équipes d'inspection et de contrôle, il est, de l'avis de tous, très insuffisant. Les équipes externes auxquelles il est fait appel de façon croissante, outre le cas de conflits d'intérêts, ne semblent pas disposer d'un cahier de route adéquat et auraient des difficultés à ne pas adopter une démarche d'audit.

Le recours, enfin, à une publication systématique des sanctions, choix différent de celui effectué par les autres autorités de contrôle françaises et étrangères du secteur financier, nous paraît devoir être examiné dans le cadre de la réflexion que nous appelons de nos vœux.

---

<sup>5</sup> Nombre de nos adhérents nous ont indiqué que les inspections semblent être menées sans souci d'une appréciation de la gravité des griefs relevés et de l'impact concret sur l'épargnant d'éventuels écarts par rapport aux normes. Ce travers se retrouve naturellement dans les dossiers transmis à la Commission des sanctions.

## VI – L’AMF ET LES PROFESSIONNELS

Une première remarque de nombre de nos adhérents est que les exigences actuelles de l’AMF ne prennent que très peu en compte la taille des acteurs ou le type de clients qu’ils servent. Notre sentiment est qu’une évolution est sur ce plan nécessaire, car **le système actuel de la taille unique conduit en pratique à une sur-réglementation dommageable pour tous**. Certaines décisions récentes du régulateur<sup>6</sup>, prises après une étroite concertation avec l’AFG, constituent un premier pas en ce sens, même si certains l’estiment encore trop timide. En tout état de cause, l’application optimale de principes fondamentaux nécessite, *in concreto*, des modalités d’application adaptées (*cf.* IV).

En particulier, le dossier d’agrément des SGP pourrait être adapté en fonction du projet d’entreprise<sup>7</sup>. Pour une SGP avec un projet de gestion de produits standard pour une clientèle clairement identifiée, l’AMF pourrait **mettre en place un agrément à procédure allégée**, à l’image de l’Alternext pour l’Euronext, permettant ainsi à la SGP de démarrer rapidement son activité. A l’inverse, une société de gestion ayant été habilitée pour la gestion des fonds contractuels devrait pouvoir *ipso facto* exercer toutes les autres activités sans avoir à déposer autant de programmes que ceux qui ont été successivement conçus par l’AMF.

S’agissant des investisseurs, il est évident que les relations avec les professionnels ne doivent pas souffrir de l’imposition d’obligations qui ne font pas sens pour eux. Il faut cependant prendre garde au fait que la frontière n’est pas facile à tracer avec le « retail », d’autant plus que se développent partout des schémas « individuels », où le couple rendement/risque impacte le bénéficiaire effectif (assurance en unités de compte, épargne salariale...). Il faut aussi veiller à ce qu’une éventuelle différenciation ne conduise pas en pratique à empêcher l’accès des épargnants modestes à des techniques de gestion innovantes.

Ces dernières années se sont traduites - c’est l’opinion de l’ensemble des associations professionnelles de la place - par un **recul de la prise en compte du travail des associations professionnelles (AP) par le régulateur** alors même que ce dernier semblait rechercher le concours d’associations de consommateurs ou d’actionnaires minoritaires. Les exemples abondent de groupes de travail ou de « task forces » constitués sans que l’AP ou les AP concernées en aient été averties, où leur présence est non souhaitée et où, au mieux, un strapontin leur est *in fine* généreusement proposé. Le souci d’accès direct à l’expertise des professionnels est louable mais, non maîtrisé, il peut conduire à des décisions néfastes, parce que ne bénéficiant pas de l’apport réfléchi de l’ensemble d’une ou le cas échéant de plusieurs professions.

Cette politique délibérée trouve une traduction particulièrement visible dans le **fonctionnement des Commissions consultatives** qui sont par ailleurs appelées à délibérer

---

<sup>6</sup> On pense notamment aux conditions de mise en place du RCCI.

<sup>7</sup> C’est d’ailleurs la logique qui sous-tend la multiplication, au cours des années récentes, des exigences de « programmes d’activité » spécifiques. Deux remarques, à cet égard, s’imposent même si nous sommes globalement en accord avec le principe que l’allègement de la réglementation « produits » induit des exigences sur les acteurs. D’abord que le mouvement n’a pas été symétrique, la création des « programmes d’activité » n’ayant entraîné, au contraire, aucun régime simplifié d’agrément « standard ». Ensuite qu’il faut prendre garde à ne pas multiplier ces « programmes » au risque de nier la spécificité même de notre métier qui repose sur le devoir fiduciaire et non pas sur une liste de « moyens » fixés par le régulateur.

sur des sujets souvent très complexes, aux fortes implications potentielles, sur la base de documents reçus à peine deux ou trois jours avant leur réunion. Nous demandons donc avec force que les associations professionnelles puissent faire en tant que telles partie des Commissions consultatives concernant le métier qu'elles représentent, comme c'est d'ailleurs le cas dans le domaine de la banque et de l'assurance et comme c'était le cas pour notre métier du temps de la COB. Les Commissions consultatives devraient, par ailleurs, se doter de chartes précisant leurs modalités de composition et de fonctionnement. Il conviendrait notamment que les documents diffusés aux Commissions consultatives soient rendus publics.

Les AP devraient, en outre, pouvoir exposer au Collège lui-même les positions professionnelles. Par ailleurs, nous déplorons fortement le **peu de place laissé par le RGAMF à l'action déontologique au niveau professionnel** (cf. IV).

Enfin, dans le cadre de l'action internationale de l'AMF, il nous semble nécessaire que celle-ci poursuive et amplifie son travail de collaboration avec les AP en systématisant l'organisation de tenue de réunions d'information et de travail dans le cadre des consultations CESR ou IOSCO et en cherchant à développer des accords de reconnaissance mutuelle à chaque fois que les professionnels français sont demandeurs (cf. exportations de *funds of hedge funds* français en Europe par exemple).

## **VII – LES ENTREPRISES ET L’ACCES A LA BOURSE**

La profession de la gestion est naturellement attentive à la réglementation des marchés sur lesquels elle intervient pour le compte de ses clients, et à celle des différents intermédiaires « sell-side » qui participent à leur fonctionnement. Elle est attachée à ce que l’information dont disposent ses membres sur les sociétés cotées soit accessible, exacte et corresponde aux besoins des investisseurs. Elle sait également qu’une réglementation excessive risque de pénaliser les émetteurs qui ont fait le choix de la cotation, comme ne manque pas de le rappeler, à juste titre, le MEDEF.

Il reste qu’il est souhaitable que le « buy-side » puisse s’impliquer plus que ce n’est aujourd’hui le cas dans le travail de l’AMF sur ces sujets. Il est notamment regrettable que la Commission consultative investisseurs ne comprenne pas de représentants de notre industrie.

## VIII – LA LISIBILITE DES POSITIONS DU REGULATEUR – COMMENT AMELIORER LA TRANSPARENCE DE L’ACTION DE L’AMF ?

L’AMF a effectué depuis quelques années un effort important de communication sur ses décisions qu’il convient de saluer. Concrètement, cela se traduit par la mise en place d’un site internet régulièrement (si ce n’est toujours intégralement ni sans erreurs, mais on sait la difficulté d’un tel exercice) mis à jour, par des points presse bien relayés et accompagnés de bons documents de présentation, par l’organisation de rencontres de place, par la participation à des « points sûr » organisés par l’AFG, par la venue de collaborateurs de l’AMF à des réunions de groupes de travail ou de Commissions de l’AFG, par la multiplication de consultations publiques...

Il reste que les sociétés de gestion, malgré l’action constante d’explication de l’AFG, ont le sentiment d’avoir de plus en plus de difficulté à appréhender le *corpus* foisonnant des textes qui leur sont applicables. Il en est d’ailleurs de même pour les agents de l’AMF, ce qui devra nécessiter un très important effort de formation. L’embauche par l’AMF de cadres confirmés connaissant les métiers qu’elle régule serait évidemment très souhaitable.

Il sera clairement nécessaire de revoir (outre la dimension) l’organisation et la présentation des textes concernant des sujets identiques figurant aujourd’hui dans diverses parties du RGAMF. **Un effort particulier devra être fait en matière d’extériorisation et de justification de la doctrine dans le cadre d’un travail commun**, comme cela a déjà été indiqué. Nos membres remarquent, à cet égard, qu’on leur demande de plus en plus de s’engager par écrit, de mettre en place des procédures écrites, etc, alors que, de son côté, l’Autorité ne rend pas publique sa doctrine et que ses collaborateurs répondent dans la quasi-totalité des cas de façon orale à leurs questions. Il convient d’y remédier en prévoyant notamment que l’AMF réponde également par écrit quand elle donne une réponse orale à une question technique. Il paraît également essentiel que toute décision de refus d’agrément, suspension ou interruption soit clairement **motivée par écrit** au demandeur.

D’autres domaines de l’action de l’AMF méritent davantage de transparence : il doit notamment en être ainsi pour les **résultats des consultations publiques** (publication des contributions reçues, sous réserve d’une demande de confidentialité ; explicitation par l’AMF des critères d’analyse et de pondération des contributions...), pour le rapport d’activité de l’audit interne (nécessité de connaître ses conclusions et recommandations), ou encore pour les plaintes reçues par le Médiateur.

Nous sommes enfin, et nous l’avons indiqué à maintes reprises, résolument favorables au **recours systématique par le régulateur à des études d’impact précédant toute décision**. Ces études devront s’efforcer de **chiffrer le coût de mise en œuvre** des mesures envisagées, pour les régulés bien entendu mais aussi pour l’Autorité elle-même, faisant une réelle analyse coûts-bénéfices (cf. exemples du Royaume-Uni et des Etats-Unis). L’exemple désolant du prospectus nouveau est là pour montrer ce qu’aurait pu apporter une telle démarche. Dans le même esprit devraient se développer des **analyses d’impact ex post**, permettant si besoin est de corriger les erreurs d’appréciation qui auraient pu être commises. L’introduction dans certains textes de « **sunset clauses** » contraindrait un tel mouvement à s’enclencher. Nous

sommes naturellement prêts à travailler en ce sens avec le régulateur, comme nous l'avons montré notamment en demandant à Deloitte d'étudier le coût de mise en œuvre du prospectus. Il va de soi, enfin, qu'un « **benchmarking** » **international** doit être réalisé de manière continue, conduisant notamment le régulateur à renoncer à imposer, comme c'est malheureusement souvent le cas aujourd'hui, aux sociétés françaises des contraintes que ne supportent pas leurs concurrentes européennes pouvant opérer en France en libre prestation de services et celles avec lesquelles elles sont en compétition à l'international.

Par ailleurs, concernant l'influence positive que l'AMF peut et doit exercer au plan international, il nous semble crucial que **l'effort de traduction en langue anglaise** du maximum de textes réglementaires, dans des délais rapides, soit poursuivi.



## **IX – L’APPRECIATION DES MOYENS ET DES ACTIONS DE L’AMF**

Les notes moyennes suivantes aux différentes questions posées ressortent des échanges du groupe de travail mis en place par notre association :

- accueil : 3
- disponibilité : 2
- connaissances : 2, avec une très forte hétérogénéité
- capacité à instruire : 3 pour les dossiers standards, 2 pour les dossiers sensibles, ce qui se traduit vite par des engorgements générateurs de suspensions.
- niveau de détail : 3
- intégration des spécificités et contraintes : 2 en particulier pour l’information des porteurs d’épargne salariale et de fonds « dédiés ».
- cohérence : 1 : il s’agit, comme déjà indiqué, de l’un des grands reproches fait par nos membres aux équipes de l’AMF.

Nos membres relèvent de nombreuses **inégalités de traitement**, y compris pour des OPCVM semblables d’une même société dans un bref laps de temps. Ils soulignent aussi les écarts constatés avec d’autres régulateurs européens et ne comprennent pas que des produits pouvant être créés ailleurs sous forme d’UCITS III ne puissent pas l’être en France.

L’AMF devra faire porter un effort tout particulier sur la **formation de ses collaborateurs** et veiller à leur assurer des **perspectives de progression motivantes**. Sa politique de recrutement devra lui permettre d’attirer des professionnels de différents âges et horizons, assurant une fertilisation croisée au sein des équipes.

Enfin, s’agissant – et c’est un point essentiel – des **contributions versées par notre profession**, elles sont clairement supérieures aux coûts engagés pour la réglementation et le contrôle de notre métier. **Cette situation inéquitable ne devra pas perdurer** et nous souhaitons fortement qu’elle prenne fin dès 2007, ce qui suppose la mise en place d’un groupe de travail sur cette question dès le mois de novembre 2006.

\*\*\*



AL/cga – Div. 1153

Monsieur Michel **PRADA**  
Président  
**Autorité des Marchés Financiers (AMF)**  
17, place de la Bourse  
75082 Paris cedex 02

Paris, le 6 mai 2004

Cher Président,

Je vous adresse, ci-joint, une note exprimant l'inquiétude de notre profession à l'égard de ce qu'elle ressent comme une pesanteur croissante de sa régulation.

Il n'est pas dans notre intention de lancer une polémique publique sur ce sujet, hors du cercle restreint des membres de Paris Europlace, mais de souligner le risque, plus réel au fur et à mesure que s'établit le marché unique, de voir les acteurs choisir leur localisation en fonction de l'efficacité de la réglementation de leur activité quelle que soit leur implantation d'origine avec les conséquences négatives éventuelles pour notre Place.

Je pense que nos interrogations pourront servir à éclairer vos débats avec les membres du Collège lors de vos réflexions sur l'organisation et le fonctionnement de la nouvelle AMF, dont nous vous redisons notre souhait de la voir forte et efficace.

Comme nous l'exprimons dans cette note, je pense qu'une concertation approfondie avec vous-même et Gérard Rameix appuyés par les équipes concernées, devrait permettre de mieux comprendre les problèmes auxquels nous faisons face et de concevoir un mode amélioré de coopération en vue d'une meilleure compréhension mutuelle, d'une simplification des systèmes d'agrément et de contrôle et d'une stabilité de l'interprétation des règles.

Sachez enfin, que notre profession est attachée, comme vous pouvez l'être, à renforcer la confiance des investisseurs, fondement de la réussite de nos activités. Nous ne pouvons toutefois pas sous-estimer les impératifs de compétitivité et de santé financière de notre métier, garants de la qualité de ses prestations et de son développement.

Veuillez agréer, Cher Président, l'expression de ma considération distinguée.

Alain LECLAIR



AFG – 060504 - AL/cga

*Note à l'attention de Messieurs Michel Prada, Président, et Gérard Rameix, Secrétaire Général, de l'AMF*

## **L'efficacité de la régulation de la gestion l'un des critères du choix de localisation des acteurs**

### **Une industrie française en phase de conquête ...**

L'industrie française de la gestion n'a jamais disposé d'autant d'atouts pour son développement en France et peut être encore plus à l'étranger.

**Sa place** au premier rang des acteurs mondiaux, notamment pour les OPCVM (premier européen et deuxième mondial), **sa qualité**, qui vient d'être confirmée par les résultats du premier tour d'appel d'offre international du Fonds de Réserve pour les Retraites (9 lots sur 12 à des gérants français) et le succès croissant du placement de ses **produits structurés**, notamment en Asie (Japon - HongKong - Chine ...) et en démarrage au Etats-Unis, la mettent en exergue, au moment où l'industrie américaine vient de ternir gravement son image.

Une grande partie des atouts de notre industrie résultent aussi de ses qualités d'**innovation** et d'adaptation à des marchés plus complexes et volatils. Celles-ci ont bénéficié historiquement d'un soutien efficace des Autorités, notamment lors de la négociation UCITS III, qui a permis l'intégration des produits dérivés dans les OPCVM. **La contre partie est toutefois que désormais tous les gérants européens peuvent à leur tour disposer des produits les plus innovants et les exporter en France !** Le développement de la gestion alternative, finalement comprise par le régulateur, avec des adaptations encore nécessaires, vient d'ajouter de nouvelles perspectives à nos gérants très aptes à ce type de techniques.

Il est également frappant de constater qu'à la différence des sociétés de gestion anglaises qui, au fil des années, ont été acquises par des groupes américains, nombre de grandes maisons françaises (AXA IM, CDC IXIS AM, SGAM, BNP PAM, CA-CLAM) ont fait des investissements majeurs à l'étranger et ont notamment pris le contrôle de grands gérants américains.

Enfin, le lancement des produits d'épargne retraite tant attendus, PERP et PERCO, devrait compléter le segment long terme trop longtemps absent de notre offre.

Dans cet environnement très porteur, l'activité de gestion pour compte de tiers est donc devenue l'une des activités financières leaders de la Place de Paris, avec un poids international reconnu. Nous espérons toujours faire de Paris le « Boston » de l'Europe !

### **... mais qui s'interroge sur la pesanteur administrative croissante de sa réglementation**

Même s'il peut sembler trop tôt pour dresser un bilan de l'application des nouveaux textes, résultant entre autres de la transposition de la directive UCITS III, de nombreuses difficultés dans leur compréhension et dans leur mise en œuvre apparaissent déjà clairement. La profession a maintenant pris la mesure du travail à accomplir, et s'interroge sur la pertinence de dispositions trop nombreuses, trop complexes, et dont la nécessité n'apparaît pas toujours clairement. Les dispositions nouvelles de la directive ont été interprétées et retranscrites dans le sens le plus restrictif et le moins souple, créateur d'obligations nouvelles. **En de nombreuses matières, la réglementation française va bien au-delà de la réglementation européenne.** D'autres pays d'Europe ont adopté des comportements inverses et **déjà des distorsions de concurrence naissent, qui résultent simplement d'interprétations juridiques ouvertes et de formalismes allégés.**

Le souci du régulateur français en matière d'encadrement et de professionnalisation de nos métiers, combiné à une préoccupation de sur-protection des porteurs, a conduit à un empilement de mesures, qui, prises une à une, ne paraissent pas considérables, mais mises bout à bout traduisent une incontestable dérive réglementaire. L'empilement des agréments des sociétés de gestion et des produits voient s'ajouter maintenant les multiples programmes spécifiques d'activité du marché pour tout concept novateur. Ces excès sont à l'origine d'une charge de travail considérable et de coûts substantiels, aussi bien pour les professionnels que pour les autorités de tutelle. Ils se traduisent aussi par des retards cumulatifs et une incertitude croissante des règles appliquées.

Le souci de protection des épargnants conduit à un alourdissement des coûts qui, en dernière analyse, sera supporté par les porteurs eux-mêmes et remettra en cause la compétitivité des sociétés de gestion françaises et de leurs produits.

Le sentiment général, ancré sur de multiples constatations - à disposition de régulateur - est que la densité, l'épaisseur et le degré de précision des textes d'application déjà adoptés conduisent à placer le gérant dans un carcan juridique qui réduit son espace de liberté et d'initiative. Les gérants passeront en effet bientôt plus de temps à vérifier la conformité de leur gestion avec leur (volumineux) prospectus qu'à faire des choix d'investissement dans l'intérêt des porteurs (il est à ce titre frappant de noter que **les 2 pages décrivant le contenu du prospectus complet de la directive se traduit en 40 pages, hors statuts ou règlement type, dans l'instruction AMF ! mais sans compter la note explicative elle-même d'une quinzaine de pages encore à compléter**). La justification permanente de leurs décisions, voire la charge de la preuve qui semble désormais leur incomber pour expliquer les objectifs annoncés, mobilisent une place croissante de leur temps. **Il y a lieu d'ailleurs de se demander si le régulateur lui-même possède les moyens pour suivre une telle lourdeur de sa propre réglementation ?**

En outre, les développements réglementaires récents présupposent que les intérêts des prestataires et ceux de leurs clients sont systématiquement opposés, ce qui est rarement le cas, sauf à considérer par exemple que la rémunération des sociétés de gestion est déjà source de conflit d'intérêt. Tout un appareil réglementaire et déontologique a été mis en place pour prévenir les situations de conflits d'intérêts.

**... cette pesanteur extrême peut conduire rapidement à une délocalisation des OPCVM français et même de leur structure de gestion s'il n'y est pas porté remède**

Dans le cadre du marché financier unifié, mais ne bénéficiant pas encore d'un régulateur unique, les gérants sont de plus en plus conduits à rechercher le meilleur équilibre entre une régulation satisfaisant l'indispensable protection de leurs clients investisseurs et celle qui leur apporte la meilleure efficacité pour le développement de leurs activités nationales et de plus en plus, dans le cas français, internationales.

Sans porter, à ce stade, de jugement de valeur, il est frappant de constater comment se situe cet enjeu pour notre industrie nationale. Jusqu'à présent nous sommes quasiment le seul grand pays européen où la gestion collective est restée domiciliée sur son propre territoire. Si sur les 1 000 milliards d'Euros gérés par des maisons françaises en OPCVM, seuls 5% étaient fin 2002 domiciliés à Luxembourg et à Dublin, ces places accueillent environ 50% des montants gérés par des prestataires situés dans les autres pays (25% des OPCVM gérés par l'industrie italienne – 33 % de l'industrie britannique – 50% de l'industrie allemande – 75 % de l'industrie suisse).

Il convient de noter que l'importance du Luxembourg ne résulte pas, comme certains le considèrent de façon certainement abusive (ou alors que la Commission Européenne intervienne !) d'une attitude relativement laxiste de sa réglementation, mais de la très réelle notoriété et du professionnalisme que cette place a su acquérir mondialement, auprès de l'ensemble des investisseurs et des autorités de contrôle.

Le problème fondamental est donc de **fixer la limite entre une sous-régulation dangereuse pour tous et une sur-réglementation coûteuse et stérilisatrice** d'innovation et de développement des acteurs. Il nous semble que le régulateur doit dans ce domaine privilégier le mode d'organisation du métier et le niveau des moyens appropriés plutôt que de s'efforcer de définir dans le détail l'ensemble des équipements et des modes de fonctionnement imposés à tous en toutes circonstances. Sinon cette attitude pourrait conduire l'Autorité à se substituer à la responsabilité qui revient à l'entrepreneur lui-même. Les sociétés de gestion doivent avant tout être considérées comme des entrepreneurs créateurs de richesse plutôt que des délinquants potentiels !

**Les membres de notre industrie sont enfin convaincus que l'exemplarité d'un pays par la seule rigueur de sa régulation ne peut conduire qu'à une surcharge des coûts et in fine le détournement des acteurs vers des territoires où les règles se concentrent sur l'essentiel et le pertinent .**

Dans la mesure où les instances européennes n'ont pas été en mesure de déterminer une norme commune d'application de la directive UCITS III, à l'issue des très nombreuses réunions du Comité de contact, **la décision du choix de leur juridiction reviendra aux acteurs eux-mêmes**. Si à l'évidence nous souhaitons privilégier le niveau de confiance qu'accordent les investisseurs à notre industrie, nous ne pouvons accepter, sans réagir, une détérioration des conditions de notre compétitivité. **Le développement de la Place financière de Paris pourrait en supporter un contre coup très malheureux.**

### **La concertation souhaitée avec l'AMF**

Dans ces conditions, nous pensons qu'il y a urgence à organiser une concertation entre le régulateur et les acteurs pour qu'au moment du démarrage effectif de l'AMF, nous puissions améliorer nos méthodes de travail et la compréhension de nos contraintes en partageant un diagnostic sur l'ensemble des difficultés ou dysfonctionnements à résoudre. Nous réaffirmons avec vigueur que les critères auxquels nous accorderons la plus grande importance porteront sur la prise en compte de l'environnement complètement ouvert et très compétitif dans lequel s'exerce désormais avec succès reconnu notre profession et notamment :

- La proportionnalité entre le coût de la réglementation pour les différents acteurs et son efficacité pour la protection des épargnants, comme le prévoit la loi qui a institué la FSA, le régulateur britannique ;
- La recherche d'un juste équilibre entre la protection de l'investisseur et l'accès qui lui est offert à de nouvelles opportunités de placements ;
- La prise en compte de la compétitivité de la Place de Paris et la priorité à accorder à l'innovation financière, atout majeur de celle-ci ;
- Le choix de privilégier le système des sanctions plutôt qu'une sur-réglementation préventive décourageant les initiatives et onéreuse pour tous ;
- L'importance de la stabilité de l'interprétation de la réglementation et de son application homogène, et dans des délais raisonnables, par l'ensemble des agents de l'Autorité.

**oOo**