



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

AP/n°2205div.

Paris, le 5 mars 2007

Monsieur le Président,

Nous avons le plaisir de vous transmettre la réponse de l'AFG, au nom de ses membres, à la consultation lancée le 17 janvier dernier par l'AMF sur le projet de Règlement général (RG) transposant la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF). Ce document est le produit d'une ample et intense consultation interne, dans le cadre d'un groupe de travail transversal piloté par Franck Becker, Directeur général adjoint d'AGF Asset Management. Il s'appuie sur le travail des sociétés de gestion de toutes tailles et spécialisations, qu'elles soient entrepreneuriales ou qu'elles appartiennent à des groupes bancaires ou d'assurance, français ou étrangers.

Nous souhaitons appeler votre attention sur les différents points suivants :

1/ Sans attendre la MIF, les sociétés de gestion disposent, d'ores et déjà, des compétences humaines, des règles et procédures ainsi que – au quotidien – de la pratique de leur métier, leur permettant d'agir « d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts de leurs clients ». Le développement de l'industrie française de la gestion d'actifs ne saurait s'expliquer autrement. Cette structuration exemplaire demeure bien évidemment et l'entrée en vigueur de la directive MIF ne saurait se traduire par une présomption de non-conformité des sociétés de gestion à cette règle d'or de l'industrie française de la gestion.

2/ Bien que la directive MIF n'ait pas été conçue pour les sociétés de gestion et bien que les organismes de placement collectif, coordonnés ou non, ainsi que leurs gestionnaires soient explicitement exclus de son champ d'application (cf. art. 2 MIFI), notre profession se retrouve impactée à différents titres par la MIF et le projet de RG.

Dans ce contexte, la question de l'articulation entre la directive OPCVM et la directive MIF constitue une source majeure de préoccupation. C'est en particulier le cas pour la

commercialisation des OPCVM, avec les tentatives d'assimilation de la souscription-rachat de parts ou d'actions d'OPCVM à de la réception-transmission d'ordres (RTO). Au-delà des débats sur le fondement juridique d'une telle approche – qui ne nous paraît pas avérée, ou des considérations sur la multiplicité des approches entre pays européens en la matière, cette assimilation ferait peser sur les sociétés de gestion plusieurs risques substantiels :

- le risque de ne plus pouvoir commercialiser les OPCVM de leur groupe ou de tiers du fait de l'impossibilité dans laquelle seraient les sociétés de gestion de type 1 (OPCVM coordonnés) de transmettre les bordereaux de souscription-rachat de parts ou d'actions d'OPCVM gérés par d'autres sociétés de gestion qu'elles-mêmes – activité qui leur est interdite dans le cadre de la directive OPCVM ;
- à supposer que cette impossibilité puisse être surmontée, une incertitude sur le champ des contraintes qui pèseraient sur elles du fait de la MIF : respect des dispositions de l'article 26 en matière de « rémunérations incitatives » ; question de la soumission de la RTO sur parts ou actions d'OPCVM à une obligation de *best selection* ou à une obligation de *best execution*... ;
- au plan national, risque d'assujettissement de plein droit à la TVA puisque les prestations se limitant à la réalisation des opérations matérielles liées au contrat, telles que l'information des investisseurs potentiels ou la réception et le traitement des demandes de souscription des titres, y sont assujetties.

Cette question de l'articulation entre les deux directives se pose également en ce qui concerne les dispositions relatives à l'externalisation des fonctions dans le cas où le délégant et le délégataire ne sont pas soumis à la même directive.

3/ Le champ précis de l'obligation de *best execution* pour les sociétés de gestion constitue également un enjeu majeur pour les sociétés de gestion. Les incertitudes sont d'autant plus fortes que la directive a été conçue à l'origine essentiellement pour les produits actions, occultant les caractéristiques liées aux autres instruments ou produits financiers. Les travaux qui se poursuivent au plan européen, au sein du CESR et du CEVM, ne permettent pas encore d'arrêter une position précise sur la portée pratique de la *best execution* pour les sociétés de gestion.

Cependant, la lecture de l'article 45 de la directive d'application permet d'affirmer que les sociétés de gestion, dès lors qu'elles n'exécutent pas elles-mêmes les ordres reçus de clients ou les décisions de transactions pour le compte des mandants, ne sont soumises qu'à une obligation de *best selection*. L'« exécution » (au sens de l'acte d'exécution) des ordres résultant des décisions d'investissement de la société de gestion relève des activités de gestion fournies par celle-ci et non du service d'investissement d'exécution d'ordres pour compte de tiers défini à l'article 4 de la MIF1. Dans ce cadre, il convient d'être très vigilant sur les travaux en cours qui pourraient conduire à une confusion entre ces deux notions : acte d'exécution / service d'exécution. Ainsi, sur les produits de gré à gré, lorsque la société de gestion contracte avec un *dealer*, cet acte de contracter n'est que le prolongement de l'acte de gestion consistant à sélectionner, évaluer puis choisir une contrepartie (démarche identique à la sélection des intermédiaires membres d'un marché réglementé ou d'un MTF). Elle ne fait donc pas d'exécution dans ce cas et est soumise à l'obligation de *best selection* de l'article 45 MIF2.

4/ Un autre des thèmes de la MIF qui suscite nombre d'interrogations auprès des différentes parties prenantes concerne le sujet des « rémunérations incitatives ». Sans reprendre l'ensemble des points soulevés le 9 février dernier dans sa réponse à la consultation du CESR – dont vos services ont été destinataires, l'AFG rappelle toutefois son inquiétude sur les biais que semblent présenter le document de consultation du CESR ainsi que sur le test de

proportionnalité introduit par le CESR. Dans ce cadre, l'AFG se réjouit du commentaire de l'AMF figurant en regard de l'article 314-96 (transposition de l'article 26 MIF2) : « *Sur le champ d'application de cet article, seules les rémunérations de type « incitatives », c'est-à-dire celles pouvant générer un conflit d'intérêts, semblent être concernées et non toute forme de rémunération.* ».

Comme le prévoit le projet de RG, l'AFG est également favorable au maintien des dispositions spécifiques relatives à la rémunération pour l'activité de gestion d'OPCVM et ne souhaite pas l'application des modalités de cet article 314-96.

Plus généralement, elle souhaite poursuivre le dialogue avec l'AMF - au vu notamment des résultats de la consultation initiée par le CESR - afin de promouvoir une approche pragmatique et équitable des règles en matière de rémunérations.

5/ L'AFG demeure également très vigilante sur les risques de sur-transposition. Elle souscrit pleinement aux orientations très claires prises par les autorités françaises en la matière. Nous nous référons, en particulier, aux propos tenus par le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Thierry Breton, le 23 octobre 2006, dans le cadre de Paris Europlace : « *As for legal implementation [of MiFID directive], my goals are to avoid what regulators call « gold plating » : in these complex matters, let's keep regulation as simple as possible !* ». Le Commissaire européen Charlie McCreevy vient également d'abonder dans ce sens, dans un discours prononcé le 20 février dernier : « *There is a real risk that the dream of a single new rule book replacing 27 existing rule books could be turned into a real practical nightmare. This will certainly happen if we end up supplementing the single rule book with the handiwork of a dozen or more gold-platers, with manuals of interpretative guidelines, with a multiplicity of different types and numbers of reporting fields – demanded by 27 different regulators.* »

C'est pourquoi, afin d'aider l'AMF dans sa politique de meilleure régulation, nous avons identifié chacune des mesures de sur-transposition, qui auront ainsi vocation à être sorties du RG. Seules des raisons très argumentées de bonne régulation permettraient, à titre exceptionnel et de manière concertée avec la Place, de faire une entorse à ce principe ou, le cas échéant, de proposer d'introduire les règles correspondantes dans des codes de bonne conduite.

Parmi les mesures qui nous semblent relever d'une « sur-transposition », citons en particulier :

- la qualification en « gestion sous mandat » de la gestion de fonds d'investissement de droit étranger (*art. 312-7*) - cette disposition créant un risque fiscal pour les SGP (gestion sous mandat = TVA de plein droit / gestion collective = TVA sur option), ainsi qu'un risque d'incohérence fort avec les définitions susceptibles d'être retenues par d'autres régulateurs européens ;
- en matière de transactions personnelles, l'extension du champ des « personnes concernées » (*art. 313-18 II 3°*) ainsi que des « obligations professionnelles » susceptibles d'être violées (*art. 313-19 I° c*) ;
- en matière de conflits d'intérêts, l'extension aux situations de conflits se posant lors de l'exercice de toutes les activités de la société de gestion et pas seulement celles se posant lors de la prestation de services d'investissement ou de services auxiliaires (*art. 313-32 et 313-35*), l'omission de la mention « dont l'existence peut porter atteinte à l'intérêt du client », pour la détection des types de conflits (*art. 313-33*), ainsi que le maintien de l'interdiction à un gérant d'OPCVM d'assurer la gestion du portefeuille propre de l'établissement promoteur ou du dépositaire d'OPCVM (*art. 313-35 II 6°*) ;

- l'extension du dispositif d'enregistrement des ordres aux « ordres passés pour compte propre » (*art. 313-66*) ;
- concernant les règles sur l'externalisation des tâches, l'intégration des OPCVM dans le régime de la MIF et par ailleurs, le maintien de l'accord exprès du mandant avant externalisation de la gestion de portefeuilles individuels (*art. 313-93 I 3°*) ;
- l'élargissement des caractéristiques de l'information donnée aux clients sur les performances passées concernant les instruments d'une durée de placement recommandée de plus de 5 ans (*art. 314-14*) ;
- l'encadrement des « communications à caractère promotionnel » (*art. 314-33 et 314-34*), la directive visant « l'information publicitaire » ;
- en matière de *best execution*, maintien de l'obligation de transmission au dépositaire de l'OPCVM ou au teneur de compte de l'affectation précise des ordres (*art. 314-95 I 2^{ème} al.*).

6/ L'AFG a ainsi voulu, comme vous l'y invitiez, jouer pleinement le jeu de la consultation sur le projet de RG et donc faire tous commentaires et propositions utiles à l'édiction d'une réglementation aussi simple et pragmatique que possible. Il nous paraît essentiel qu'ils puissent être pris en compte.

Dans le même temps, **l'AFG est également mobilisée sur l'objectif de donner à ses adhérents les éléments d'information et d'analyse leur permettant d'être conformes aux dispositions de la directive dès le 1^{er} novembre prochain, sous réserve des dispositions transitoires qui pourraient être élaborées.** L'opportunité de telles mesures transitoires doit pouvoir être examinée sur chacun des grands domaines de la nouvelle réglementation, notamment dans les cas où des procédures d'accord du client ainsi que des nouveaux systèmes d'information doivent être mis en place.

Outre les sessions d'information déjà lancées, l'AFG est prête - en collaboration, autant que possible, avec vos services - à engager des actions à vocation « pédagogique » (fiches thématiques pratiques, sessions de formation...). Nous nous impliquerons aussi dans l'élaboration de codes de bonne conduite, ce travail déontologique étant depuis toujours au cœur de notre mission. Ces initiatives pourraient porter notamment sur les thèmes suivants :

- en matière de règles d'organisation, traduction du principe de proportionnalité, selon lequel il doit notamment être « dûment tenu compte de la nature, de l'échelle et de la complexité de leur activité... » (*cf. art.5, 6, 7, 8 MIF2*) ;
- mise en place (sous réserve des éventuelles mesures de sur-transposition, *cf. supra*) des dispositifs relatifs à l'externalisation des tâches, à la détection et gestion des conflits d'intérêts et à l'encadrement des transactions personnelles ;
- diligences susceptibles d'être effectuées par les sociétés de gestion en termes de contrôle de l'efficacité de leur politique de *best selection* et règles qui pourraient être appliquées en matière de conservation des données ;
- précision sur le champ de l'obligation d'archivage des enregistrements...

Outre une bonne information des adhérents sur le contenu et la portée des textes de transposition, cette démarche doit aussi mettre en avant les opportunités qui peuvent naître de l'entrée en vigueur de la MIF, par exemple les effets attendus d'une mise en concurrence accrue des différents lieux de négociation ou une meilleure connaissance de la clientèle du fait de l'obligation de classification des clients.

7/ Toujours sur le plan méthodologique, il nous semble **important de veiller à la bonne articulation entre les dispositions de transposition de la MIF et les modifications apportées par ailleurs au RG**, concernant notamment les points suivants :

- nouvelles règles sur l'analyse financière indépendante (*cf. notamment art. 322-50 sur les critères de sélection des intermédiaires*) ;
- dispositions du RG relatif à la fonction dépositaire : articulation avec celles concernant la protection des avoirs des clients (*cf. articles 313-22, 313-24 et 313-28*) et partage de responsabilités entre la société de gestion et le TCC au regard des informations envers les clients ;
- exercice des activités immobilières, i.e. mandats sur actifs immobiliers et OPCI (*cf. nos remarques lors de la consultation sur le projet de livre III du RG sur les OPCI*).

8/ Dans le même souci de cohérence des règles, nous attirons votre attention sur plusieurs difficultés. Dans le **cas particulier où un CIF intervient dans la commercialisation des produits d'une société de gestion**, celui-ci n'étant pas soumis aux obligations des PSI (choix d'opter pour le régime national d'exemption prévu à l'article 3 MIF1), la responsabilité de l'information au client porte potentiellement sur la société de gestion. Il nous semble nécessaire que s'engage une réflexion en vue de revoir les règles applicables aux CIF à cet égard.

Plus globalement, l'AFG s'interroge sur le fait qu'en dehors de l'exemption ainsi prévue pour les CIF, l'AMF n'ait pas, à ce stade, prévu d'exploiter toutes les **opportunités d'exemption prévues par cet article 3** (cas de certains PSI exerçant uniquement l'activité de RTO, dans certaines conditions).

L'AFG souhaiterait également que soit clarifiée la situation des autres OPC au sens du droit français, qu'il s'agisse des OPCVM (FCPR, FIP, FCPE...) ou des autres produits collectifs (FCC, OPCI), notamment au regard des règles relatives aux transactions personnelles, à la RTO ou aux rémunérations.

9/ Enfin, **nous regrettons que l'AMF n'ait pas encore lancé une étude d'impact de la directive MIF**, comme l'a fait son homologue britannique en novembre dernier, afin d'apprécier les coûts, les effets et opportunités de ces textes sur les sociétés de gestion, notamment les sociétés « entrepreneuriales » qui constituent, aux côtés des sociétés de taille grande ou moyenne, à la fois l'une des spécificités et l'une des forces de l'industrie française de la gestion. Dès que la décision de principe aura été prise, nous souhaitons naturellement être associés à l'organisation et au déroulement de cette étude d'impact.

* * *

Restant à votre disposition ainsi qu'à celle de vos équipes, nous vous prions de croire, Monsieur le Président, à l'assurance de nos sentiments les meilleurs.

Pierre Bollon
Délégué Général

Alain Leclair
Président

*Copie : M. Gérard RAMEIX – Secrétaire Général de l'AMF
M. Xavier MUSCA – Directeur général du Trésor et de la politique économique*