AFG-ASFFI
ASSOCIATION FRANÇAISE
DE LA GESTION FINANCIÈRE

REPONSE A LA CONSULTATION DE LA COB SUR LES OPCVM À FORMULE

Note préliminaire

L'Association Française de la Gestion Financière (AFG-ASFFI) est l'organisation professionnelle de la gestion pour compte de tiers. Elle représente la quasi-totalité des sociétés de gestion de portefeuille ou d'OPCVM.

La présente réponse a été élaborée au sein du groupe de travail "Fonds à formule" de l'association, et approuvée par ses instances dirigeantes.

INTRODUCTION

La COB a lancé une consultation publique le 2 août dernier sur les fonds à formule ; l'AFG-ASFFI remercie vivement la Commission de l'opportunité qui lui est donnée de faire part de ses observations.

Avant de répondre aux questions posées par la COB, nous souhaiterions indiquer les principes qui ont guidé notre réflexion et nos propositions.

Le métier de gestionnaire pour le compte de tiers a profondément évolué au cours des cinq dernières années. La place de Paris, qui avait été à l'origine du développement des fonds garantis dans les années quatre vingt, a acquis une réelle avance dans l'utilisation de la recherche mathématique aux fins de concevoir, gérer et couvrir de nouveaux produits.

a) L'évolution réglementaire de ces dernières années s'est inscrite dans l'esprit du rapport La Martinière : accroître les conditions de sécurité en renforçant les règles applicables aux acteurs (compétence des équipes, systèmes d'information, procédures internes, suivi des risques, etc) tout en élargissant la palette des produits offerts au public.

Cette approche a permis à la gestion française d'être l'une des plus compétitives d'Europe, de conserver son avance en termes d'innovation et de maintenir un haut degré de sécurité.

b) Les textes encadrant les OPCVM à formule existent déjà et constituent la base nécessaire à leur développement. Il nous semble que l'application des textes législatifs et réglementaires par la COB devrait être guidée par l'approche qui a présidé aux évolutions réglementaires de ces dernières années et par un souci de cohérence avec l'interprétation donnée par l'auteur du texte et ceci dans un souci de plus grande sécurité juridique à la fois pour les investisseurs et pour les sociétés de gestion. A cet égard, tant la lettre du Ministre de l'économie au Président de la FBF s'agissant des fonds garantis ou à formule (ex «fonds à promesse ») que les travaux préparatoires du décret 89-624 modifié plaident pour une réelle prise en compte des besoins des professionnels.

c) L'utilisation des instruments dérivés est allée de pair avec la plus ou moins grande déconnexion de l'investissement en titres et de l'exposition au risque. Cette déconnexion, déjà prise en compte dans l'instruction de la COB sur la définition de la classification des OPCVM, implique que l'information de l'investisseur soit avant tout axée sur la nature du risque pris. A défaut, l'information risque d'induire en erreur l'investisseur et de générer des contentieux. Comme le précise la nouvelle directive OPCVM, "(le prospectus simplifié) est structuré et rédigé de façon à pouvoir être compris facilement par l'investisseur moyen."

Alors que l'Europe, les Etats-Unis et le comité technique de l'OICV se sont prononcés en faveur d'un prospectus simplifié, il est nécessaire de se concentrer sur une information synthétique, compréhensible et de bonne qualité, sans inclure dans ce document de trop nombreuses informations techniques complexes susceptibles de "tuer l'information".

Il convient donc de bien distinguer l'information donnée au régulateur et mise à disposition le cas échéant de l'investisseur qui en ferait la demande de celle qui doit être utilisée dans la commercialisation auprès du grand public, qui doit privilégier la clarté sur le risque pris et non l'exhaustivité sur les techniques de gestion utilisées ou sur les formules mathématiques permettant d'évaluer des conditions de sortie qui, en tout état de cause, se font sur la base de la valeur liquidative.

d) Ce principe sert également de guide dans les relations entre le producteur du produit (la société de gestion) et ses "distributeurs" ; s'il est essentiel que la société de gestion "éduque" ses distributeurs sur le risque et l'horizon d'investissement de chaque produit notamment, il est irréaliste de penser que les distributeurs parviendront à assimiler les techniques de gestion et de valorisation des produits concernés, avec la même précision et la même technicité que celles du producteur. L'élaboration d'une Charte de commercialisation envisagée par la COB devrait s'appuyer sur une concertation associant producteurs et commercialisateurs de produits.

*

Au total, nous souhaitons appeler l'attention de la COB sur l'importance cruciale pour la profession de pouvoir continuer à concevoir des produits innovants et à répondre à une demande évolutive de la clientèle française et internationale. L'intérêt des professionnels, producteurs ou distributeurs, est de conserver sur la durée la confiance de leurs clients et donc de fournir une information intelligible par les clients.

Enfin, la profession souhaite attirer l'attention de la COB sur l'importance pour la place de Paris que les décisions prises dans toutes ces matières fassent l'objet d'instructions précises, écrites et officiellement publiées, qui permettent à chacun de travailler et d'innover en toute confiance et en toute sécurité, dans un cadre général et stable.

Question n°1 :

Êtes-vous d'accord avec l'appellation de fonds à formules ? Sinon, quelle autre dénomination pourrait être retenue ?

Êtes-vous d'accord avec la définition qui est proposée ? Sinon, quels éléments de la définition faudrait-il modifier ?

1. L'AFG-ASFFI est d'accord avec l'appellation de "fonds à formule".

2. Définition

Le texte de la consultation donne plus une description qu'une définition. Nous proposons la définition suivante :

"Un fonds à formules est un fonds dont la valeur liquidative par part ou action, à l'expiration d'une période donnée, est déterminée en fonction de critères définis à l'avance dans sa notice d'information. Cette valeur liquidative peut faire l'objet d'une garantie, totale ou partielle, au porteur ou au fonds".

Question n° 2 :

Êtes-vous d'accord avec la création d'une catégorie spécifique au sein de la classification actuelle, sachant que tout OPCVM de cette nature y serait obligatoirement intégré ?

1. Nous ne voyons pas de raison de créer une catégorie spécifique

Le cadre juridique des OPCVM généraux et coordonnables est tout à fait adapté aux fonds à formule.

La seule spécificité des OPCVM à formules est l'alinéa 2 de l'article 2 paragraphe 4 du décret 89-624. Cet alinéa fixe des règles spécifiques relatives à la prise en compte des sous-jacents des contrats à terme dans les ratios de diversification des risques (voir questions 11). Cet alinéa ne nous paraît pas justifier à lui seul la création d'une catégorie spécifique.

2. Adapter la classification existante

La COB ne fait entrer dans la catégorie "fonds garantis ou assortis d'une protection" que les OPCVM dont 100% du capital est garanti. Les OPCVM dont le capital n'est que partiellement garanti sont versés dans une autre classification, par exemple "fonds diversifiés".

Nous proposons de distinguer :

a) La classification "fonds garantis", qui rassemblerait tous les OPCVM dont 100% du capital est garanti, qu'ils soient ou non des OPCVM à formules.

b) La classification "fonds assortis d'une protection partielle", qui rassemblerait les OPCVM dont une partie du capital ou d'une performance ou d'un revenu est garantie, qu'ils soient ou non des fonds à formules.

Le terme "fonds à formule" doit rester un label indépendant de la classification de l'OPCVM telle qu'elle a été présentée aux deux alinéas précédents.

Question n°3 :

Les différentes mentions qui doivent figurer dans la notice de l'OPCVM vous paraissent-elles suffisantes pour permettre à l'épargnant de bien apprécier le fonctionnement de la formule ? Sinon, quelles autres indications prévoir ?

1. Il ne nous paraît pas souhaitable de rajouter des mentions dans la notice

Les évolutions souhaitées par la COB et déjà appliquées depuis plusieurs mois par les sociétés de gestion nous semblent satisfaisantes.

Une information trop abondante peut aboutir à un résultat contraire à l'objectif. Les mentions figurant dans les notices sont déjà très nombreuses. Le résultat pratique est que les investisseurs ont tendance à ne plus les lire, mais à lire seulement des documents marketing simplifiés. Il faut donc sélectionner les informations les plus importantes et privilégier la qualité.

Les problèmes de rédaction des notices sont dus à deux préoccupations contradictoires : d'un côté, chacun souhaite que les notices soient claires et facilement compréhensibles par les investisseurs ; de l'autre, chacun souhaite que les investisseurs disposent de toute l'information utile.

2. En revanche, il est important d'officialiser le travail de normalisation de la rédaction des notices qui a été effectué par les services de la COB depuis plusieurs mois, par une instruction officielle.

Question n°4 :

Faut-il intégrer des mentions obligatoires tirées de la notice dans les documents publicitaires et promotionnels ? Si oui, lesquels ?

Faut-il prévoir que les dossiers d'agrément remis à la Commission des opérations de bourse intègrent ces documents qui feront dès lors l'objet d'un examen au cas par cas ?

1. Sur l'intégration de mentions obligatoires dans les documents publicitaires et promotionnels

Les documents publicitaires et promotionnels sont souvent élaborés par le distributeur, qui associe ou consulte le producteur du produit.

L'intégration de mentions obligatoires peut constituer un dispositif utile afin d'appeler l'attention des porteurs sur certaines caractéristiques du produit. Ces mentions peuvent êtres relatives au fait que la garantie de capital, de revenu ou de performance n'est assurée qu'à l'échéance du produit ou encore au fait qu'un investisseur pourra obtenir, avant l'échéance du produit, le remboursement de ses parts ou actions à la valeur liquidative qui pourra être inférieure ou supérieure à la valeur à l'échéance.

Toutefois, il paraît très difficile d'établir une rédaction normée applicable à tous les produits quelles que soient leurs particularités : le concepteur de la publicité en liaison avec le producteur du produit devrait plutôt examiner au cas par cas les mentions les plus pertinentes qui devraient figurer dans ces documents. Compte tenu de la jurisprudence, publicitaires, services marketing et producteurs lorsqu'ils sont associés sont fortement incités à ne pas omettre d'éléments substantiels qui pourraient altérer le jugement de l'investisseur et en cas de doute, à faire valider leurs documents par leur service juridique ou de compliance.

En outre et surtout, d'autres cas sont envisageables dans lesquels il ne paraît pas souhaitable d'insérer de telles mentions obligatoires : par exemple, lorsque la notice est jointe automatiquement aux documents promotionnels ou encore quand le distributeur envisage d'effectuer un simple "teasing" avant de diffuser des documents publicitaires plus explicites sur le produit.

Plutôt que de poser en principe l'intégration de mentions obligatoires dans les documents publicitaires ou promotionnels, il convient de conserver la plus grande souplesse de fonctionnement et de privilégier le contrôle a posteriori sur les documents diffusés (cf infra).

2. Sur l'agrément par la COB de tous les documents commerciaux

Nous sommes opposés à cette approche pour les raisons suivantes :

a) Une procédure lourde

Les services de la COB se plaignent déjà d'être très sollicités par l'agrément des fonds à formule, et plus généralement par les agréments d'OPCVM. L'agrément par la COB de ces documents pourrait conduire à constituer des "goulots d'étranglement" liés notamment aux délais de réimpression, de rediffusion dans les réseaux, etc.

En revanche, il existe déjà un dispositif de transmission des documents à la demande de la COB, et également des contrôles sur pièces et sur place diligentés par la COB, suivis le cas échéant de procédures de sanction et/ou d'injonction de modifier des documents diffusés. Cette méthode est semble-t-il tout aussi efficace pour s'assurer de la qualité informative de ces documents. Un rappel de ces possibilités d'intervention responsabiliserait davantage les acteurs.

Cette dernière approche serait d'ailleurs analogue à la solution retenue par la COB s'agissant du contrôle a posteriori du document de référence.

b) Une procédure difficilement applicable dans un cadre international

Les OPCVM français sont susceptibles d'être commercialisés dans tous pays, non pas seulement en France. Le champ de compétence de la COB porte sur l'information et les documents à destination du territoire français et il appartient aux OPCVM de se conformer aux règles applicables dans chaque pays de commercialisation (la directive de 1985 prévoit par exemple que "Tout OPCVM peut faire de la publicité dans l'État membre de commercialisation. Il doit respecter les dispositions régissant la publicité dans cet État."). Ainsi, en dépit de la rédaction très large de l'article 33 du règlement 89-02, il ne semble pas que la COB doive revoir les publicités effectuées à l'étranger sur les OPCVM français.

Question n°5 :

Pensez-vous qu'une charte de commercialisation pourrait contribuer à prévenir les risques de mauvaise commercialisation ? Quelles devraient en être les orientations ?

Une charte de commercialisation pourrait contribuer à prévenir les risques de mauvaise commercialisation.

Toutefois, il convient de souligner d'une part qu'il serait utile de pouvoir disposer d'éléments (plaintes ou saisines de la COB) permettant d'apprécier les difficultés rencontrées – à ce stade, s'agissant des fonds à formule, des membres de l'AFG-ASFFI n'ont reçu que des demandes d'information - et d'autre part, qu'il s'agit d'un sujet complexe qui devrait associer au premier chef les distributeurs et les producteurs.

Les risques de mauvaise commercialisation peuvent être liés à une mauvaise compréhension du produit par la personne qui est en contact avec le client, à un défaut de documentation de la transaction ou encore à un support de communication (document promotionnel, notice) manquant de lisibilité.

Ces risques ne sont donc pas uniquement liés à l'information contenue dans la notice ou les documents promotionnels ; ils tiennent également à la définition et la mise en œuvre de règles de bonne conduite au sein des distributeurs et aux relations (communication, formation) entre la société de gestion et les distributeurs du produit.

Les sociétés de gestion contribuent à la bonne commercialisation en sélectionnant leurs distributeurs et en leur rappelant leurs obligations relatives à la commercialisation, en assurant la communication des éléments d'information (notices, etc) sur une base permanente et en assurant, le cas échéant, la formation des équipes commerciales et en répondant aux questions des réseaux de distribution.

Le fait que ces OPCVM soient distribués par les grands réseaux de distribution à forte notoriété, par exemple les grands réseaux bancaires généralistes, devrait être de nature à rassurer la COB. Pour ces grands réseaux, le risque de mauvaise image vis-à-vis des investisseurs est un risque majeur qu'ils cherchent plus que tout à éviter.

Question n°6 :

Êtes-vous d'accord avec ces trois propositions de formalisation de l'information dans la notice de l'OPCVM ?

1. Un avertissement spécifique sur le fait que l'OPCVM qui lui est proposé est construit uniquement dans la perspective d'un investissement sur la durée totale du fonds, une sortie de l'OPCVM avant l'expiration de cette durée pouvant être financièrement préjudiciable pour le porteur ;

2. Une indication de la valeur actualisée de la garantie à la date de souscription (ou au moins à la date de calcul de la valeur liquidative de référence) ;

3. Une indication claire, dans l'objectif de gestion, du mode de détermination du montant minimum dont bénéficie le porteur à tout moment de la vie du fonds (par exemple la valeur actuelle du zéro coupon devant assurer la garantie en capital à l'échéance).

Avez-vous des suggestions pour préciser ce point (montant minimum que le porteur sera assuré de retrouver à tout moment de la vie du fonds ?).

Point 1 : sur la notion d'avertissement spécifique

La sortie avant l'expiration du fonds n'est pas nécessairement préjudiciable au porteur ; elle peut même être favorable, puisqu'elle s'effectue à la valeur liquidative.

Le problème nous semble moins le fait qu'elle puisse être défavorable que le fait qu'elle soit peu lisible. Alors que les fonds à formule sont totalement transparents en ce qui concerne leur rendement final, puisque celui-ci est décrit dans la notice, leur rendement intermédiaire ne peut pas être formalisé simplement et a priori.

Nous proposons donc la mention suivante déjà largement répandue et de la compléter :

"En cas de sortie avant la date d'exercice de la garantie, l'investisseur bénéficiera d'un prix de rachat égal (hors frais de sortie éventuel) à la valeur liquidative de la part du jour de la sortie. Cette valeur liquidative fluctue, à la hausse comme à la baisse, et est valorisée en fonction des paramètres de marché à la date de sortie. Elle peut donc être différente de la valeur liquidative garantie telle que définie ci-dessus et ne peut pas se calculer simplement à partir de la valeur garantie à l'échéance ; elle peut également être inférieure à la valeur liquidative d'origine"

Point 2 : indication de la valeur actualisée de la garantie à la date de souscription

Si nous comprenons bien cette proposition, l'idée est d'indiquer la valeur actuelle de la garantie de capital lorsque l'OPCVM est garanti ou assorti d'une protection. Par exemple, si un fonds dont la part vaut 100 Euros à la date de calcul de la valeur liquidative de référence bénéficie d'une garantie en capital de 100, cinq années après cette date, et si le taux de référence du portefeuille (c'est-à-dire son taux de valorisation zéro coupon à son prix de

marché) à 5 ans est de 5%, la valeur présente de la garantie est égale à : 100 / (1,05 ^5) = 78,35 Euros.

On écrirait donc dans la notice : "la valeur actualisée de la garantie, à la date de calcul de la valeur liquidative de référence, calculée sur la base du taux de zéro coupon de référence du portefeuille estimé à la date du xx/xx/xx, vaut, par part, 78,35 Euros."

Une telle indication nous paraît rajouter une complexité supplémentaire dans la notice, sans apporter d'information pertinente aux investisseurs. Elle risque au contraire d'être mal comprise ou interprétée, au point même de générer des contentieux.

En effet, plusieurs points peuvent poser problème :

Les actifs des fonds à formule sont souvent constitués de portefeuilles de créances, portefeuilles qui respectent les ratios de dispersion. Ils subissent donc une évolution en prix de marché de leur spread de crédit. Le taux de référence pris en compte sera donc nécessairement fonction des composantes obligataires propres du fonds.

De plus, cette information n'est pas stable pendant la durée de vie du fonds, car elle dépend chaque jour du niveau des taux et du spread de crédit. Or, une hausse des taux consécutive au lancement d'un fonds garanti a pour effet de faire baisser la valeur actualisée. Ainsi, en actualisant l'exemple ci-dessus avec un taux de référence de 6% (contre 5%), six mois après le lancement du fonds, la valeur actualisée de la garantie passerait à 76,93 Euros, soit un niveau inférieur de 1,81% par rapport à celui communiqué aux clients lors du lancement.

Par ailleurs, s'il s'agit de porter dans la notice le niveau indicatif du plancher lors du lancement, il conviendra de prendre en compte un taux à terme estimé à la date de fin de commercialisation. Compte tenu que le portefeuille ne sera pas encore constitué, il ne pourra s'agir que d'une indication à la date de rédaction de la notice, qui pourra s'avérer approximative voire erronée.

Il est aisément imaginable que des interrogations suivies de discussions voire de contentieux puissent résulter de ces éléments de la part des clients. Nous sommes donc hostiles à cette proposition.

Point 3 : indication du mode de détermination du montant minimum dont bénéficie le porteur à tout moment de la vie du fonds

Pour les mêmes raisons qu'évoquées ci-dessus, il nous semble risqué et complexe de communiquer de façon intelligible à un large public sur la valeur de ce montant minimum pendant la vie du fonds, qui sera égal à la valeur actualisée de la garantie en capital.

Il faudrait en effet décrire dans la clause les différents paramètres techniques tels que le taux de zéro coupon de référence de marché à la date de sortie. Cette description serait tellement complexe qu'elle nuirait à l'intelligibilité de la notice et serait susceptible de conduire à des interrogations des investisseurs, voire même à des mis-selling et à des contentieux.

Nous sommes donc également défavorables à cette proposition.

Question n°7 :

Est-il souhaitable d'admettre formellement la possibilité de fermer la souscription d'un OPCVM à la seule décision de la société de gestion ?

1. Nous sommes favorables à la proposition de la COB

Aucun texte législatif ou réglementaire n'interdit officiellement une telle fermeture aux nouveaux souscripteurs alors que cette décision peut constituer un élément de protection des investisseurs antérieurs.

L'obligation d'émettre des actions de SICAV ou des parts de FCP à la demande des actionnaires ou porteurs et qui est prévue aux articles L. 214-15 al.2 et L. 214-20 du Code monétaire et financier ne résulte pas de la directive de 1985, qui prévoit que "aux fins de la présente directive et sous réserve de l'article 2, on entend par "OPCVM" les organismes: dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières et/ou dans d'autres actifs financiers liquides visés à l'article 19, paragraphe 1, des capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques, *et dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces organismes.*"

D'ailleurs les articles susvisés ne sont nullement applicables en l'espèce à la fermeture d'un OPCVM. Il existe d'ailleurs des précédents résultant du refus de souscription du 21ème investisseur dans un fonds réservé ou dans les FCPR.Une modification des pratiques actuelles ne nécessiterait en conséquence aucune modification législative.

La faculté de suspendre ou d'arrêter les émissions de parts ou d'actions, qui existe au Luxembourg et qui est proposée par exemple par la Financial Services Authority dans son document de consultation sur la transposition des directives 2001/107 et 2001/108, permettrait au gestionnaire de bien calibrer le fonds au regard du type de gestion effectuée (disposition particulièrement utile pour les produits garantis, structurés, la gestion alternative, la gestion sur un segment de marché, obligations émergentes ou autres). En l'absence d'une telle disposition, les gestionnaires affichent des droits d'entrée maximum prohibitifs : cette mesure permettrait donc d'afficher les droits d'entrée effectifs pendant la période d'ouverture (initiale ou ultérieure) du fonds, et donc accroîtrait transparence et lisibilité pour le porteur.

2. Nous pensons que cette possibilité doit être ouverte à tous les OPCVM, pas seulement aux OPCVM à formule

D'ailleurs cette disposition est d'ores et déjà prévue par la réglementation relative aux fonds communs de placements à risques et aux fonds réservés. Cette solution permettrait également de mieux identifier les fonds réservés à certains distributeurs.

Question n°8 :

Êtes-vous d'accord pour que l'information figurant dans la notice de l'OPCVM permette au souscripteur potentiel d'avoir accès à l'estimation par la société de gestion de la probabilité des différents niveaux de performance possible ?

Quel autre type d'information serait à même de compléter ou de se substituer à cette estimation afin d'éclairer l'investisseur sur ses opportunités de gains selon les différentes formules prédéterminées ?

En soutien à la question posée, le texte de la consultation suggère 3 pistes de réflexion :
- expliciter le choix des valeurs, qui ne doit pas relever seulement d'un choix marketing ou des choix de la contrepartie ;
- donner aux investisseurs des éléments d'analyse fondamentale, pour à la fois expliciter les choix effectués et donner des éléments, en termes de probabilité, permettant d'évaluer les scénarios de performance du fonds ;
- donner aux investisseurs des informations permettant d'évaluer le couple réel risque-rendement des produits, qui dépend de paramètres tels que la volatilité des valeurs, la corrélation et les perspectives d'évolution des cours des valeurs.

Nos observations sur ces propositions sont les suivantes :

1. Le choix des valeurs ne dépend pas de "choix marketing", ni du choix de la banque contrepartie, mais de l'intérêt des investisseurs

Aucune société de gestion ne promeut des produits qu'elle pense attrayant à court terme mais mauvais à terme pour les investisseurs. Si les sociétés de gestion et les réseaux ont une préoccupation marketing, ce serait plutôt la préoccupation inverse : la peur que les choix effectués, qui comportent toujours une part de risque, se révèlent défavorables aux investisseurs et donc ternissent l'image de la société de gestion ou du réseau.

La banque contrepartie au contrat de swap est indifférente au choix des titres qui forment l'indexation, pour autant qu'ils soient suffisamment liquides pour lui permettre d'effectuer les couvertures de marché. Les divers paramètres de marché ont éventuellement une influence sur le prix de l'option, mais pas sur la capacité de la banque de mettre en œuvre la couverture dans ses limites de risque.

2. Il convient de distinguer les informations de nature stochastique, qui servent à assurer la couverture des produits optionnels, et les informations de type recherche fondamentale

La volatilité de marché des différents titres, la corrélation etc. sont des paramètres qui interviennent dans la couverture d'un produit dérivé. Ils intéressent donc les agents qui veulent couvrir un produit dérivé.

Pour un investisseur qui achète un produit final, sans avoir l'intention de le couvrir, ces paramètres n'ont pas d'intérêt. On ne voit pas ce qu'apporterait à un investisseur la connaissance de la volatilité de marché des différents titres composant la formule, ou leur corrélation, et bien d'autres paramètres encore, ces paramètres variant d'ailleurs tous les jours.

En revanche, la recherche fondamentale qui, elle, n'intéresse pas du tout les traders, est l'information qui intéresse les investisseurs. Les investisseurs vont souvent, par leurs propres moyens, rechercher un maximum d'informations sur les valeurs qui composent la formule. Les documents marketing s'efforcent, en général, de leur faire mieux connaître les sous-jacents.

Mais la recherche fondamentale doit être maniée avec précaution car le monde des analystes est parfois trop "bullish". Par exemple, sur un produit classique indexé sur le CAC 40, on pourrait imaginer de joindre une note de recherche d'un analyste disant "nous estimons à 80% la probabilité que le CAC 40 atteigne 7000 dans 5 ans". Mais, serait-il raisonnable de donner de tels éléments alors qu'ils n'incitent pas à la prudence ? De nombreuses notes d'analystes attribuent aujourd'hui des probabilités sur toutes sortes de scénario.

La démarche consistant à attribuer des probabilités à des scenarii peut paraître séduisante ; elle contribue à rendre l'analyse financière plus explicite. Mais elle souffre encore d'une certaine subjectivité. En outre, il serait impossible de transformer les probabilités sur les constituants d'une formule en une probabilité sur la formule elle-même.

Une solution possible à mettre en œuvre nous paraît être d'élaborer divers exemples permettant à l'investisseur de comprendre les différents niveaux de performance possibles et les différents niveaux de marché nécessaires pour atteindre ces performances.

3. Conclusions : proposition :

Elaborer divers exemples permettant à l'investisseur de comprendre les différents niveaux de performance possibles et les différents niveaux de marché nécessaires pour atteindre ces performances.

Question n°9 :

Êtes-vous d'accord pour que la sélection de la contrepartie du swap soit faite par une mise en concurrence systématique sous la responsabilité de la société de gestion ? Quels vous semblent devoir être les critères pour apprécier l'effectivité de cette mise en concurrence (nombre de contreparties consultées, traçabilité...) ?

Êtes-vous d'accord pour que la procédure et les critères de sélection retenus soient indiqués dans la notice d'information ?

1. La réglementation actuelle assure que la concurrence entre contreparties a bien lieu

Il n'y a pas de problème de principe à ce que les sociétés de gestion effectuent une sélection de leurs contreparties en mettant en œuvre la concurrence. En effet, selon les principes habituels qui commandent la "best execution", les sociétés de gestion sont amenées à adopter des procédures de sélection et de suivi de leurs contreparties et mettent, en règle générale, leurs contreparties en concurrence dans les cas d'opérations de gré à gré.

Toutefois, ce principe de mise en concurrence ne doit pas s'arrêter à la simple étude du prix, qui pourrait s'apparenter de trop près à une procédure d'appel d'offre pur et dur. Il est très important que soit également pris en compte la qualité des services rendus ainsi que les critères de risques et les conditions juridiques.

De plus, il est indispensable qu'une souplesse certaine continue d'exister afin de répondre à l'ensemble des cas qu'un texte plus ou moins rigide ne peut pas couvrir.

Par ailleurs, il faut rappeler que l'indépendance de la société de gestion est assurée notamment par deux moyens :

a) La capacité indépendante de "pricing" de la société de gestion

Cette solution vient d'être confirmée par le décret 2002-278 du 26 février 2002 relatif aux OPCVM.

Celui-ci insère l'article 10 suivant dans le décret 89-624 :

" Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières doivent pouvoir à tout moment valoriser de manière précise et indépendante leurs éléments d'actif et de hors-bilan ; ils doivent pouvoir à tout moment mesurer les risques associés à leurs positions et la contribution de ces positions au profil de risque général du portefeuille."

Cette solution assure que les sociétés de gestion sont capables de réellement négocier.

b) L'indépendance des sociétés de gestion

Celle-ci est garantie par de nombreux textes :

Pour les banques actionnaires d'une société de gestion, l'article L.533-11 du code monétaire et financier prévoit qu'elles "doivent s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres au détriment des intérêts des investisseurs qui sont clients de l'entreprise".

Pour toute société de gestion, l'article L.214-3 2e alinéa prévoit que "les OPCVM, la société de gestion et le dépositaire doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs", et les articles 2 et 3 du règlement n° 96-03 de la COB spécifient qu'elle "doit s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet de privilégier ses intérêts propres, ou ceux de ses actionnaires ou sociétaires, au détriment des intérêts de ses mandants ou porteurs de parts ou d'actions".

Le règlement de déontologie de l'AFG-ASFFI prévoit que :
- "au sein d'un établissement ou d'un groupe exerçant plusieurs activités, doivent être mises en place des règles et des procédures qui permettent de gérer et de prévenir les conflits d'intérêt concernant la gestion des OPCVM" et
- "la séparation des métiers et des fonctions et l'existence de murailles de Chine doivent permettre au gestionnaire d'exercer son activité en toute autonomie".

La COB a donc tous les moyens juridiques de s'assurer que les sociétés de gestion sont indépendantes et donc procèdent de façon "arms length" avec les contreparties.

L'application de ces principes doit cependant préserver la souplesse nécessaire au dynamisme de la Place de Paris.

2. Les réglementations de la COB ne doivent pas imposer des restrictions trop fortes au principe de liberté du commerce et de l'industrie

a) Le monde des sociétés de gestion appartient à l'univers des sociétés commerciales

La flexibilité des relations contractuelles est le propre des sociétés commerciales, et la mise en place d'un OPCVM à formules, fait intervenir de nombreux intervenants :
- la société de gestion ;
- la ou les banques contreparties du swap ;
- le distributeur, qui est souvent lui-même un réseau bancaire ;
- la banque garante, puisque tout fonds à formule doit bénéficier d'une garantie bancaire.
- la banque dépositaire.

b) Le choix de la contrepartie du swap ne peut pas être entièrement indépendant des autres choix de partenaires

Par exemple, le réseau Banque A ne souhaitera pas vendre des produits garantis par la Banque B et réciproquement. Sans doute s'agit-il de considérations marketing, mais comment imaginer qu'elles soient absentes ?

Si une banque donne sa garantie à un fonds à formule, il est logique qu'elle regarde quelle est la banque contrepartie du swap. La banque qui donne sa garantie doit avoir confiance à la fois en la société de gestion et en la banque contrepartie du swap.

Personne n'imposera à un réseau de vendre des produits garantis par un concurrent. Si une telle règle était fixée, la plupart de ces réseaux préféreraient plutôt renoncer à ces produits. La France serait le seul pays européen à imposer une réglementation aussi excessive.

c) Les relations entre banques et sociétés de gestion peuvent aussi être plus complexes que se ramener à une simple mise en concurrence

Le distributeur est un intervenant important, car il maîtrise le contact avec le client final. Dans un grand nombre de cas, il existe des appels d'offre du distributeur. A ces appels d'offre répondent alors souvent des couples sociétés de gestion- banques. Parfois même, les distributeurs lancent un double voire triple appel d'offre sur un même produit : un appel d'offre pour choisir la société de gestion ; un appel d'offre pour choisir la banque garante ; un appel d'offre pour choisir la banque contrepartie. Parfois encore, des distributeurs imposent une banque contrepartie mais demandent à celle-ci de lancer des appels d'offre pour conclure des swaps "back to back" avec d'autres banques.

Nous répondons donc oui à la première partie de la question s'il s'agit de rappeler la réglementation existante, mais non à cette question s'il s'agit d'imposer de nouvelles réglementations trop inflexibles.

3. En ce qui concerne la deuxième partie de la question (indications à porter dans la notice)

Comme nous l'avons déjà indiqué en réponse à la question 3, les notices ont tendance à être déjà très denses et difficile à comprendre pour les investisseurs.

Nous ne voyons en outre pas l'intérêt de la proposition pour les investisseurs. La notice a pour objet de décrire le produit "final" mis à la disposition des investisseurs. Elle n'a pas d'objet de décrire en détail l'assemblage qui a permis de construire le produit. Les mentions proposées risqueraient donc de dégrader l'intelligibilité des notices.

Nous répondons donc non à la deuxième partie de la question.

Question n°10 :

Pensez-vous qu'il faille étendre l'obligation de division des risques de contrepartie à tous les OPCVM ouverts à tous souscripteurs ?

Cette question a été traitée par le décret 2002-278 du 26 février 2002 sur les OPCVM

La solution retenue par les autorités, avec l'accord de la COB, a été d'exonérer de cette contrainte les fonds garantis non coordonnés. Nous ne pensons donc pas qu'il soit souhaitable de revenir sur le dispositif du décret.

Question n°11 :

Êtes-vous d'accord sur la mise en place systématique d'une garantie du capital initialement souscrit dans les fonds à formule ne calculant la division des risques qu'à la date de conclusion du contrat ? Êtes-vous d'accord pour que cette garantie porte sur l'intégralité du capital initial ou peut-elle ne porter que sur une fraction de celui-ci ?

Cette question ne concerne pas les cas de fonds à formule sur indices et de fonds à formule calculant sur une base continue leur dispersion des risques.

1. Les pouvoirs publics ont déjà traité cette question dans le décret 2002-278 du 26 février 2002

Cette question a déjà été traitée longuement et en détail dans le cadre de la discussion du décret 2002-278 du 26 février 2002 sur les OPCVM.

Ce décret a en effet introduit dans le décret 89-624 relatif aux OPCVM un article 2 paragraphe 4 ainsi rédigé :

"A l'exception des contrats à terme fondés sur des indices dont le mode d'établissement et de diffusion est reconnu satisfaisant par la Commission des opérations de bourse, l'investissement sous-jacent à ces contrats est pris en compte pour l'application des dispositions des deux premiers alinéas de l'article L 214-4 du code monétaire et financier susvisé.

Lorsque le contrat a pour objet de permettre la réalisation par un organisme de son objectif de garantie de performance, de revenu ou de capital, l'exposition au risque liée à ce contrat est calculée par référence à la valeur de l'actif sous-jacent à la date de conclusion dudit contrat."

Le premier alinéa introduit dans les OPCVM la règle de prise en compte des sous-jacents des contrats à terme dans les ratios de diversification des risques.

Le deuxième alinéa a pour objet de permettre aux fonds à formules de n'inclure les sous-jacents des contrats à terme que lors de la signature du contrat.

Les termes «*Lorsque le contrat a pour objet de permettre la réalisation par un organisme de son objectif de garantie de performance, de revenu ou de capital »* sont l'exacte et rigoureuse description de l'utilisation faite des produits dérivés dans les fonds à formule. Ils ont bien été choisis avec l'intention explicite de viser les fonds à formules, tous les fonds à formule et non pas seulement ceux dont 100% du capital est garanti. Sinon, la phrase aurait été écrite : *"Lorsque le contrat a pour objet de permettre la réalisation par un organisme de son objectif de garantie de performance, de revenu et de capital...".*

S'il fallait se référer aux "documents préparatoires", ce serait encore plus manifeste : chacun sait parfaitement que le Trésor l'a écrite comme cela pour ne pas se limiter aux fonds garantis en capital. Les commentaires écrits par la direction du Trésor sur son projet de texte

mentionnaient explicitement : "OPCVM garantis ou à promesse". La lettre du ministre qui est à l'origine de cette clause mentionnait également : "fonds garantis ou à promesse".

Il est paradoxal que cette question, déjà tranchée lors de l'élaboration du nouveau texte, soit de nouveau remise en discussion. Ceci ne va pas dans le sens d'une plus grande sécurité juridique.

2. Sur le fond, il n'existe pas de raison particulière de limiter l'application de cette règle aux seuls fonds qui garantissent 100% du capital

Nous sommes tout à fait d'accord avec ce que dit le rapport annuel 2001 de la COB :

"Par ailleurs, pour prendre en compte la nature spécifique de certains produits, le décret prévoit que "lorsque le contrat a pour objet de permettre la réalisation par un organisme de son objectif de garantie de performance, de revenu ou de capital", l'exposition au risque liée à ce contrat est calculée par référence à la valeur de l'actif sous-jacent à la date de conclusion du contrat. Cette adaptation est rendue nécessaire, pour des produits tels que les fonds à promesse, par le fait que le suivi à tout instant de la sensibilité de leur valeur liquidative à un sous-jacent particulier n'a pas de signification."

C'est bien là la raison de cette mesure dérogatoire. Ce qui caractérise un fonds à formule, c'est que son rendement est prédéterminé lors de sa commercialisation. L'investisseur investit dans une formule explicite qui ne change pas pendant la durée de vie du fonds. L'application des ratios de diversification à la date où cette formule est mise en place assure donc que la formule elle-même est diversifiée, ce qui répond bien à l'objectif de la réglementation, qui est de garantir que les risques pris par l'investisseur sont diversifiés.

La dérogation accordée par l'alinéa 2 de l'article 2 paragraphe 4, est liée à cette caractéristique fondamentale des fonds à formule. Elle n'est pas liée au fait qu'ils garantissent telle ou telle portion de leur capital.

3. Le problème est amplifié par le faible niveau actuel des taux d'intérêt

La garantie de 100% du capital serait possible dans la plupart des cas, si les taux à long terme (5 à 6 ans) avaient un niveau de l'ordre de 8%. La partie du fonds qui pourrait être investie en actifs optionnels risqués serait suffisamment importante pour permettre une indexation intéressante pour les investisseurs. Par exemple, pour un taux de swap de zéro coupon à 5 ans égal à 8%, cette proportion serait égale à : 100% - (100% / ((1+8%)^5)) = 32%.

Dans le contexte actuel de taux d'intérêts à long terme très faibles (taux de swap à 5 ans à peine supérieurs à 4%) la "place" laissée à l'achat d'une option devient trop faible : dans une structure à 5 ans, cette place serait égale, pour un taux de zéro coupon de 4%, à seulement : 100% - (100% / ((1+4%)^5)) = 18%. Il reste ainsi très peu de capacité financière disponible pour acheter une option.

Au fur et à mesure que les montants investis dans l'option sont faibles, les fonds à formule se rapprochent de fonds obligataires purs. Plus ils sont confrontés à cette situation, plus les structureurs doivent prétendre faire beaucoup avec peu, au prix de formules qui risquent de devenir très artificielles, ce que la COB, par ailleurs, ne souhaite pas.

Cette situation a déjà atteint sa limite. A 4% de taux d'intérêt à long terme, il est déjà difficile d'arranger des fonds à formules garantissant 100% du capital. Si les taux européens se mettaient à descendre vers des niveaux proches de zéro, comme au Japon, les fonds à formule qui garantissent 100% du capital disparaîtraient totalement.. A 2% de taux d'intérêt à long terme, cela deviendrait entièrement impossible. Compte tenu de la tendance baissière des taux d'intérêt, nous ne sommes plus très loin de ce niveau.

Nous pensons qu'il faut laisser aux sociétés de gestion une certaine souplesse, pour leur permettre d'insérer dans les structures des indexations intéressantes pour les investisseurs, bien entendu avec toute l'information appropriée.

Question n°12 :

Êtes-vous d'accord pour que la règle de dispersion des risques puisse s'adapter selon ces orientations pour les OPCVM à formule ? Comment pourrait être défini précisément le mode de calcul de la dispersion des risques ?

La question de la COB porte seulement sur des orientations, pas sur les détails du cadre réglementaire proposé. Les orientations proposées ne permettent pas, à elles seules, de déterminer quels seraient les OPCVM autorisés et ceux qui seraient interdits. Elles peuvent pratiquement tout interdire ou tout autoriser, selon les détails d'application.

La profession appelle donc de ses vœux que la consultation soit suivie d'une concertation avec la profession pour déterminer les paramètres de détail, en tenant compte de l'effet pratique de la réglementation sur les structures autorisées. Avant de prendre une nouvelle réglementation, il nous paraît indispensable de déterminer son effet pratique en termes d'interdiction de certains OPCVM.

En ce qui concerne la question proprement dite :

1. Nous sommes d'accord avec les propositions mentionnées aux points 1 et 2 du texte de la consultation

Nous comprenons les propositions de la COB de la façon suivante :
(i) on calculerait la valeur présente de la garantie : 78% dans l'exemple donné par la COB.
(ii) la part en risque serait la partie des actifs du fonds non couverte par la valeur présente de la garantie, soit 22% dans notre exemple.
(iii) la part en risque serait répartie entre les divers sous-jacents. Dans un schéma de type "panier d'actions" équipondéré, il faudrait donc qu'aucune action ne représente plus de 22,5% du risque (5% par rapport à l'actif donc 5%/22% par rapport au risque effectif). En d'autres termes, il faudrait dans cet exemple que le panier comprenne au moins 5 actions.

2. Nous proposons d'appliquer ainsi la proposition mentionnée au point 3 du texte de la consultation

En ce qui concerne les fonds qui comportent des barrières, la COB propose une analyse différente, fondée sur l'observation qu'un plus grand nombre de valeurs peut être un facteur d'augmentation des risques.

Elle propose "de plafonner le risque propre à chaque actif sous-jacent de façon indépendante".

Ce principe pourrait se mesurer de la façon suivante, sur la base de la valeur liquidative de référence :
(i) on fixe toutes les actions sauf une.
(ii) on fait bouger, de façon indépendante, une seule action, de 1% et on regarde quelle est la perte subie par le swap, donc par le fonds.

(iii) on prend 100 fois cette perte (car 100 fois 1% = 1) et on appelle cette perte le sous-jacent du contrat à terme relatif à l'action en question. On applique ensuite la règle 5-10-40.

Cette méthode permet bien de calculer le risque propre à chaque actif, de façon indépendante. Elle permet de s'assurer que l'exposition sur chaque action respecte les ratios 5-10-40.

Cette méthode est cohérente par rapport à la notion de sous-jacent : supposons que le mode de calcul ci-dessus donne un sous-jacent relatif à laction X égal à s. Si la valeur de l'action X diminue de 1%, la valeur du contrat à terme diminue, par définition, de 1% × s. Si au lieu de détenir le contrat à terme, le fonds détenait une quantité s de l'action X, le fonds se comporterait de la même façon. La méthode donne ainsi une sorte d'équivalence entre un contrat à terme et chacun de ses sous-jacents.

Cette méthode aboutit à prendre en compte l'ensemble des effets qui influent sur la valeur du produit, de façon indépendante pour chaque action.

Ainsi, si une action X agit sur l'indexation à la fois par l'indexation elle-même et par l'effet sur une barrière, la sensibilité mesurée de la façon ci-dessus tiendra compte des deux effets et donnera bien la somme des deux effets.